

Wachstum finanzieren. Eine Analyse der sich wandelnden Finanzierungsmuster im deutschen Mittelstand

August 2014

Creditreform
Rating Agentur

IKB 
Deutsche Industriebank

Worum geht es in der Analyse?

- Die Finanzmärkte bleiben in Bewegung. Ihre Akteure – Banken, Versicherungen, Fonds usw. – werden nicht nur durch die anhaltende Euro-Schuldenkrise und das Niedrigzinsumfeld belastet. Eine Herausforderung stellen zudem, insbesondere für die Banken, der deutlich verschärfte Regulierungsrahmen und die Installierung neuer Aufsichtsstrukturen dar. Dies führt dazu, dass Geschäftsmodelle angepasst werden müssen und Angebotsstrukturen sich verschieben – ein Prozess, der noch lange andauern und deutliche Spuren in der Finanzbranche hinterlassen wird.
- Es liegt auf der Hand, dass solche Umbrüche und Umstrukturierungen die Unternehmensfinanzierung erschweren, zumindest aber nachhaltig verändern werden. Viele Firmen sehen sich veranlasst, ihre gewohnten Finanzierungsmuster zu überdenken und einzelne Finanzierungsbausteine neu auszurichten bzw. auszutauschen. Es ist das Ziel dieser Analyse, zu prüfen, wie weit dieser Wandel bereits vorangeschritten ist und welche Richtung er zukünftig nehmen wird.
- Dabei gilt unser Augenmerk vor allem den mittelgroßen Unternehmen, die in Deutschland ein sehr bedeutendes Unternehmenssegment darstellen, über das in dieser Form kaum ein anderes Industrieland verfügt. Ihm gehören vor allem „groß gewordene“ Mittelstandsfirmen an, die – innovativ und international aufgestellt – eine besondere Wachstumskraft entfalten und sich durch Ertragsstärke und finanzielle Stabilität auszeichnen. Gerade bei ihnen stehen die alten Finanzierungskonzepte auf dem Prüfstand, auch weil ihr Finanzierungsbedarf überdurchschnittlich wächst und sich in seiner Struktur nachhaltig verändert. Es ist davon auszugehen, dass viele dieser Firmen künftig wie die Großunternehmen ihren langfristig ausgerichteten Grundbedarf an finanziellen Mitteln verstärkt an den Kapitalmärkten decken und Bankkredite eher selektiv und für bestimmte Finanzierungsanlässe einsetzen werden.
- Die Analyse basiert wesentlich auf den Ergebnissen einer umfangreichen Auswertung von Jahresabschlusszahlen mittelgroßer Unternehmen, die Creditreform Rating auf der Grundlage des ihr zur Verfügung stehenden Datenpools für die Jahre 2008 und 2012 durchgeführt hat. Nähere Details zu dieser Auswertung sind der Übersicht auf Seite 42f. zu entnehmen.

Wachstum finanzieren.

Eine Analyse der sich wandelnden Finanzierungsmuster im deutschen Mittelstand

Management Summary

1. Im Fokus: Die mittelgroßen Unternehmen – ein Kernsegment der deutschen Wirtschaft
2. Neue Schwerpunkte beim unternehmerischen Finanzierungsbedarf
3. Gravierende Veränderungen aufseiten des Finanzierungsangebots
4. Ein Wandel in den Finanzierungsmustern zeichnet sich ab
5. Erläuterung der Datengrundlage und der Kennziffern

Aus der Analyse lassen sich folgende Schlussfolgerungen ziehen:

- Die vielfältigen Veränderungsprozesse an den Finanzmärkten, die durch strukturelle Anpassungen und verschärfte regulatorische Anforderungen ausgelöst werden, haben deutliche Rückwirkungen auf die Unternehmensfinanzierung. Insbesondere steht bei den langfristigen Planungen der Unternehmen die Frage im Raum, ob die Banken zukünftig in der Lage sein werden, den Firmen so wie in der Vergangenheit über alle Laufzeiten hinweg in ausreichendem Umfang Kredite zu gewähren.
- Auch vonseiten des Finanzierungsbedarfs gibt es Anstöße für einen Wandel in der Finanzierung. So müssen die Unternehmen in ihrer Finanzierungsstruktur den zunehmenden Risiken Rechnung tragen, die sich aus einer größeren Volatilität der Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie insbesondere aus Verschiebungen im Investitionsprofil ergeben – hier verlagern sich nämlich die Schwerpunkte mehr in den immateriellen Bereich hinein (Software, Forschung/Entwicklung, Schulung/Weiterbildung) sowie immer häufiger auch vom Inland ins Ausland. Die komplexeren Investitionsstrukturen erfordern eine Stärkung der langfristigen Finanzierungsbestandteile; zudem werden vermehrt Vorhaben realisiert, zu deren Finanzierung der Einsatz von Krediten nur begrenzt sinnvoll und möglich ist.
- Dies gilt nicht zuletzt für die mittelgroßen Unternehmen, denen im Rahmen dieser Analyse unser besonderes Augenmerk gilt: Dank ihrer Innovationskraft und aufgrund einer zunehmend internationalen Ausrichtung entfalten diese Firmen eine hohe Wachstumsdynamik. Gerade sie stehen vor der Herausforderung, ihre Investitionen auf breiter Front zu verstärken und dabei auch ihre Finanzierungsstrategien weiterzuentwickeln.
- Angesichts der Unsicherheiten im Bankensektor wie auch durch die Verschiebungen im Finanzierungsbedarf wächst generell der Druck auf die Unternehmen, der internen Finanzierung einen höheren Stellenwert einzuräumen. Dadurch tendieren die unternehmerischen Eigenkapitalquoten, die schon seit längerem einen Anstieg verzeichnen, weiter nach oben.

- Parallel zur Ausweitung der Eigenkapitalbasis ist die Bankverschuldung der Unternehmen, relativ zur Bilanzsumme betrachtet, schon seit vielen Jahren rückläufig. Und dieser Trend setzt sich fort. Während jedoch Bankkredite namentlich für kleinere Firmen – neben selbst erwirtschafteten Mitteln – der wichtigste Finanzierungsbaustein bleiben, ist bei den mittelgroßen Unternehmen (wie bei den Großunternehmen) ein zunehmendes Interesse an Kapitalmarktfinanzierungen zu erkennen. Dieses Interesse schlägt sich in einer wachsenden Zahl von Anleihe-Emissionen und Schuldscheindarlehens-Transaktionen nieder. Über diese Kanäle sind dem Unternehmenssektor in den letzten Jahren insgesamt in größerem Umfang neue Finanzmittel zugeflossen als über Bankkredite.
- Gestützt wird der Trend zur Kapitalmarktfinanzierung durch die Einrichtung spezieller Marktsegmente für mittelständische Unternehmensanleihen. Hier sind deutlich geringere Mindest-Emissionsvolumina als in der Vergangenheit realisierbar. Diese Märkte befinden sich allerdings noch in einem Lernprozess. Zahlreiche Ausfälle unterstreichen die Notwendigkeit, die Anforderungen hinsichtlich Bonität und Transparenz zu erhöhen, damit Anleger und Investoren nicht das Vertrauen in die Zukunftsfähigkeit der neuen Börsensegmente verlieren.
- Ungeachtet der Ausfälle gehen wir davon aus, dass sich der Trend zur Kapitalmarktfinanzierung bei den mittelgroßen Unternehmen fortsetzen wird, auch weil das starke Wachstum dieser Firmen eine Modifizierung ihrer Finanzierungskonzeption nahelegt. Entwicklung innovativer Produkte, Digitalisierung der Produktion, Verstärkung der internationalen Präsenz, Stärkung der Wettbewerbsstellung durch Firmenübernahmen – dies sind wichtige Zukunftsaufgaben, die neben einer verstärkten Eigenkapitalunterlegung vor allem einen langfristig angelegten finanziellen Bewegungsspielraum erfordern. Und ein solcher Spielraum kann über großvolumige Anleihe- oder Schuldscheinfinanzierungen häufig besser realisiert werden als über eine Kreditaufnahme.

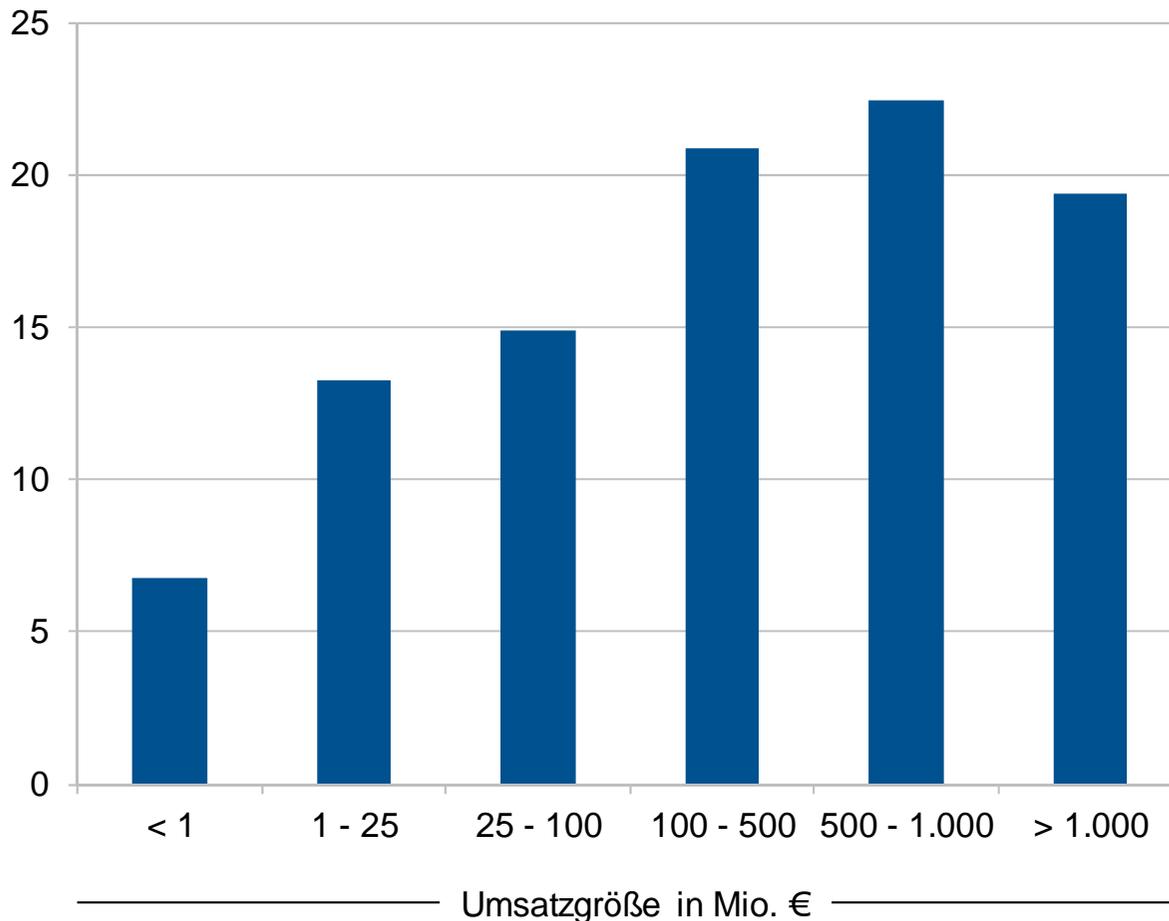
- Dies gilt umso mehr, als insbesondere langfristige Bankkredite in Zukunft nicht mehr in dem Umfang und zu den Konditionen wie in der Vergangenheit üblich zur Verfügung stehen dürften. Seine Bedeutung als ein zentrales, flexibel einsetzbares Finanzierungsinstrument verliert der Bankkredit jedoch keineswegs, zumal die Investitionstätigkeit (und damit auch der Finanzierungsbedarf) auf mittlere Sicht wieder deutlich zunehmen werden. Daher ist der Zugriff auf ein möglichst breites und differenziertes Finanzierungsangebot unbedingt erforderlich. Gerade in einer Kombination von Kredit- und Kapitalmarktfinanzierung werden viele mittelgroße Unternehmen auf lange Sicht die Kernausrichtung ihrer Finanzierungsstrategie sehen.
- Die Kapitalmarktfinanzierung erhält noch dadurch zusätzlichen Schub, dass die fortschreitende Internationalisierung der größeren Mittelstandsunternehmen auch auf eine Internationalisierung ihrer Finanzierung hinwirkt. Je mehr die Unternehmen mit einem hochwertigen Produktportfolio in wichtigen Auslandsmärkten aktiv und bekannt sind, desto mehr wächst das Interesse ausländischer Anleger und Investoren, sich finanziell im deutschen Mittelstand zu engagieren – zum Beispiel über Anleihen und Schuldscheindarlehen. Den Kreis ihrer Finanzpartner auf diese Weise zu erweitern, ist aus Sicht der Unternehmen durchaus wichtig und erstrebenswert, vor allem auch weil die ausländischen Kapitalmärkte breiter angelegt sind als der heimische.

1. Im Fokus: Die mittelgroßen Unternehmen – Ein Kernsegment der deutschen Wirtschaft

- Im Mittelpunkt unserer Analyse stehen die mittelgroßen Unternehmen, die in Deutschland innerhalb des Unternehmenssektors eine herausragende Stellung einnehmen und als wesentlicher Motor des deutschen Wirtschaftswachstums angesehen werden können. Es handelt sich hier zumeist um typisch mittelständische Unternehmen, wenngleich sie dank ihrer Absatzerfolge auf den heimischen und internationalen Märkten aus den Umsatzgrößen herausgewachsen sind, die nach traditioneller Abgrenzung dem Mittelstand gemeinhin zugeordnet werden.
- Diese Firmengruppe, in der auch die meisten „Hidden Champions“ aktiv sind, zeigt in Summe – nicht zuletzt aufgrund ihrer zunehmenden Internationalisierung – eine deutlich größere Dynamik als der „klassische“ Mittelstand und übertrifft teils sogar das Wachstum der Großunternehmen. Leistungs- und Ertragskraft der großen Mittelstandsunternehmen überzeugt auch internationale Investoren, die ein wachsendes Interesse an einem finanziellen Engagement bei ihnen zeigen.
- Die Auswertungen von Creditreform Rating belegen, dass die gute Ertragskraft im gehobenen Mittelstand breit angelegt ist. Nicht alle Unternehmen sind naturgemäß „top“, aber die Gruppe der Unternehmen mit hervorragenden bis sehr soliden Erträgen ist stark besetzt und auch über konjunkturelle Schwächeperioden hinweg recht stabil. Die Ausfallquoten liegen weit unter dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt.
- Wenn sich die Finanzierungsmuster in der deutschen Unternehmenslandschaft verändern, dann trifft dies auf die mittelgroßen Firmen in erster Linie zu. Denn infolge ihres starken Wachstums ist der Finanzierungsbedarf bei ihnen besonders groß, und er verändert sich zudem in seiner Struktur. Auch stoßen diese Unternehmen nach und nach in Größenbereiche vor, in denen sich die Palette der für sie relevanten Finanzierungsbausteine verbreitert.

Wachstumsdynamik im oberen Mittelstand am stärksten

Umsatzwachstum 2006 - 2012 nach Umsatzgrößenklassen; in %

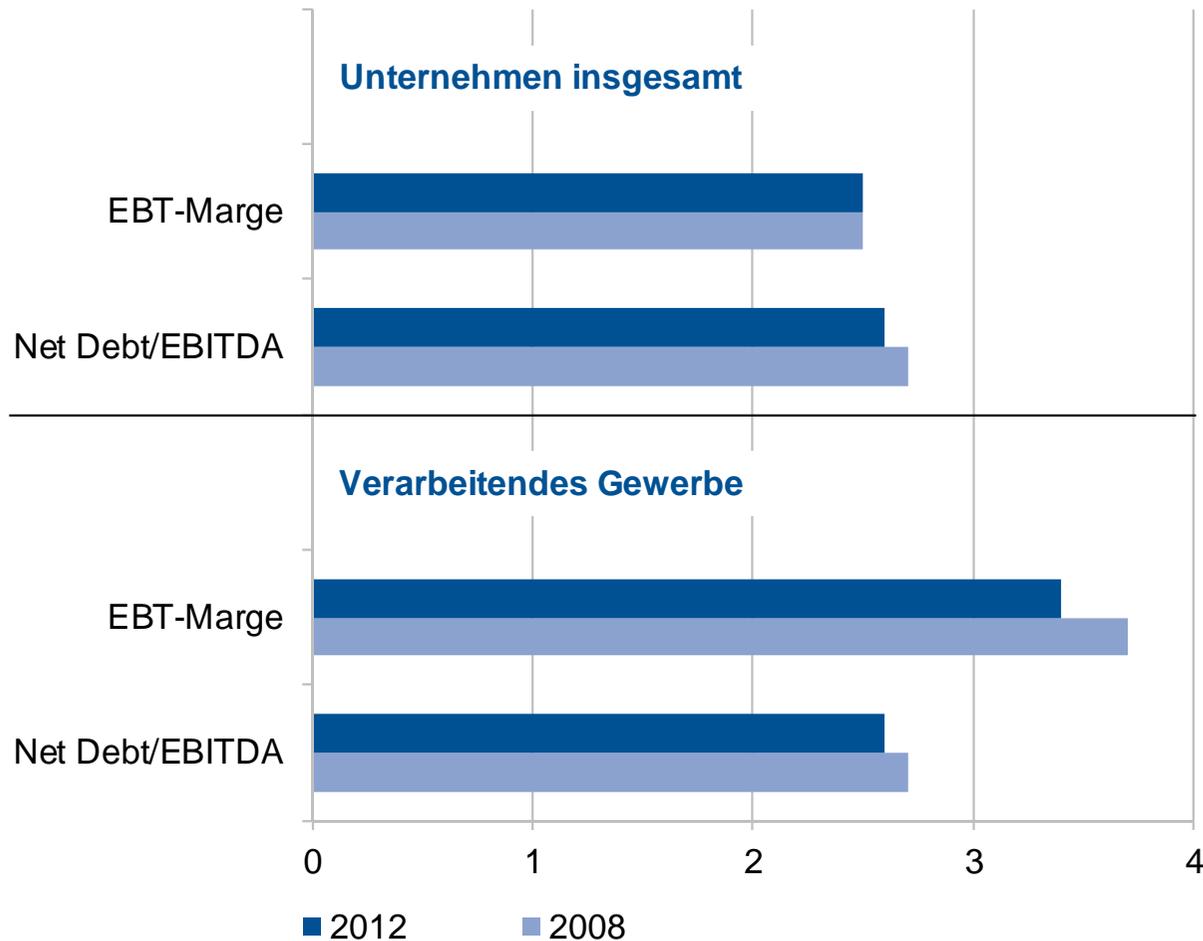


- Der deutsche Mittelstand wird allgemein als Motor der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland angesehen.
- Die größte Wachstumsdynamik zeigt allerdings nicht der „klassische“ Mittelstand, der gemäß EU-Definition die Unternehmen mit Jahresumsätzen unterhalb von 50 Mio. € umfasst.
- Vielmehr wurden in den letzten Jahren die höchsten Umsatzzuwächse in den darüber liegenden Größensegmenten erzielt, die nach „offizieller“ Lesart nicht mehr zur mittelständischen Wirtschaft zählen.
- In diesen Umsatzkategorien agieren jedoch Unternehmen, die allenfalls rein formal dem Mittelstand entwachsen sind. De facto sind die meisten dieser Firmen weiterhin familiär verankert und weisen typisch mittelständische Merkmale auf, wie etwa in punkto Unternehmensphilosophie, Strategie und interne Organisation.

Mittelgroße Unternehmen: Stabile Ertragslage, solide Schuldentragfähigkeit

9

EBT-Marge *) in % und Net Debt/EBITDA *) 2008 und 2012



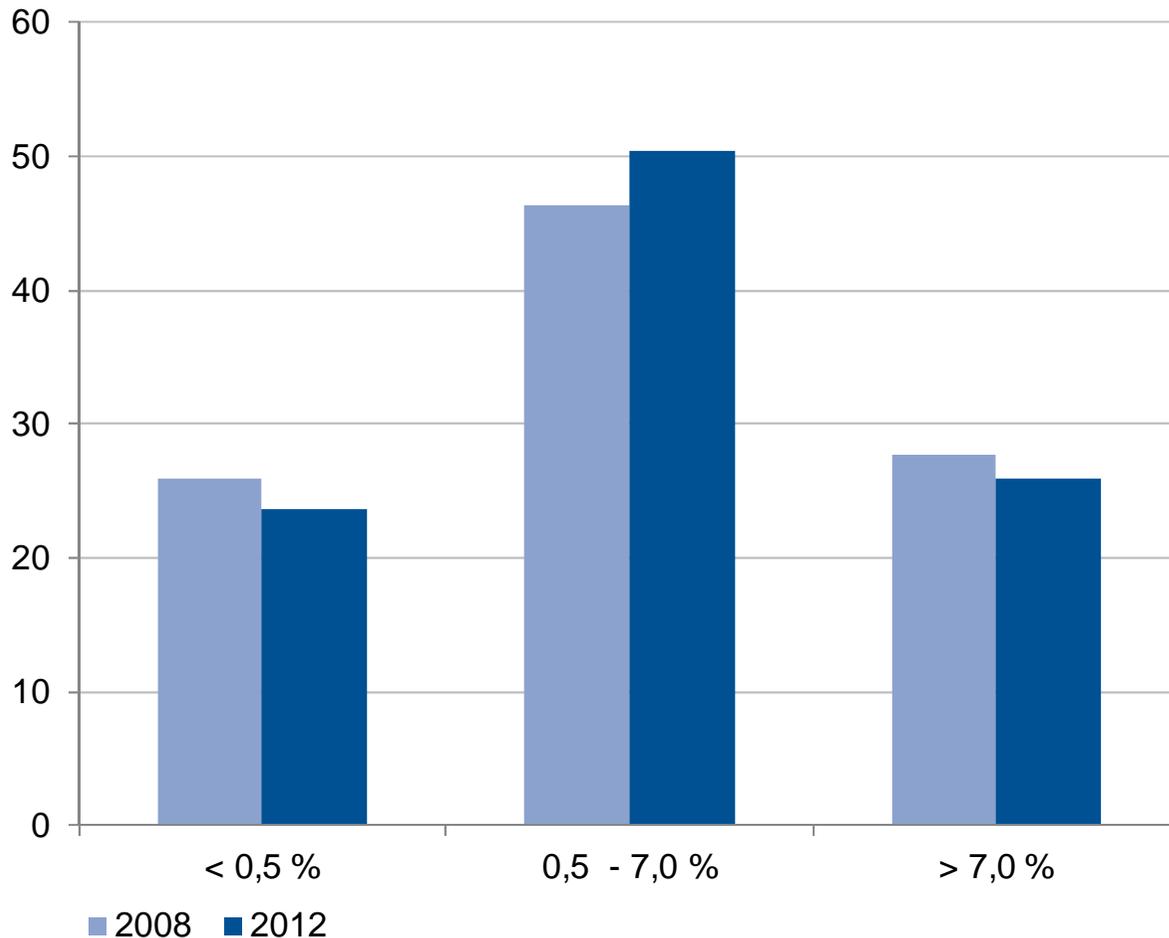
*) Medianwerte

Quelle: Creditreform Rating

- Die mittelgroßen Unternehmen zeichnen sich nicht nur durch Wachstum aus, sondern auch durch eine stabile Ertragskraft – dies zeigt die Auswertung von Creditreform Rating.
- Danach erzielten Firmen in der Umsatzkategorie 25 Mio. € bis 5 Mrd. € im konjunkturschwachen Jahr 2012 mit 2,5 % eine mittlere Vorsteuer-Rendite (Medianwert) exakt auf dem Niveau des Spitzenjahres 2008. Erste Ergebnisse für 2013 signalisieren, dass dieses Niveau zumindest gehalten werden konnte.
- Mit 3,4 % schneiden die Firmen des Verarbeitenden Gewerbes überdurchschnittlich ab – wobei hier die Kennziffer gegenüber 2008 leicht rückläufig war (Tendenz 2013: positiv).
- Der Befund, dass 2012 die Hälfte der mittelgroßen Industriefirmen trotz der Konjunkturschwäche mit ihrer EBT-Marge über 3,4 % lag, unterstreicht die Leistungsfähigkeit dieses Unternehmenssegments.
- Leicht verbessert hat sich gegenüber 2008 die Schuldentilgungsfähigkeit der Unternehmen: Im Durchschnitt bräuchten sie weniger Zeit als 2008, um aus dem laufenden operativen Ertrag ihre Verbindlichkeiten zu tilgen.

Stark besetzte Gruppe der Ertragsspitzenreiter

EBT-Streuung *) in der Industrie; Anteile 2008 und 2012 in %

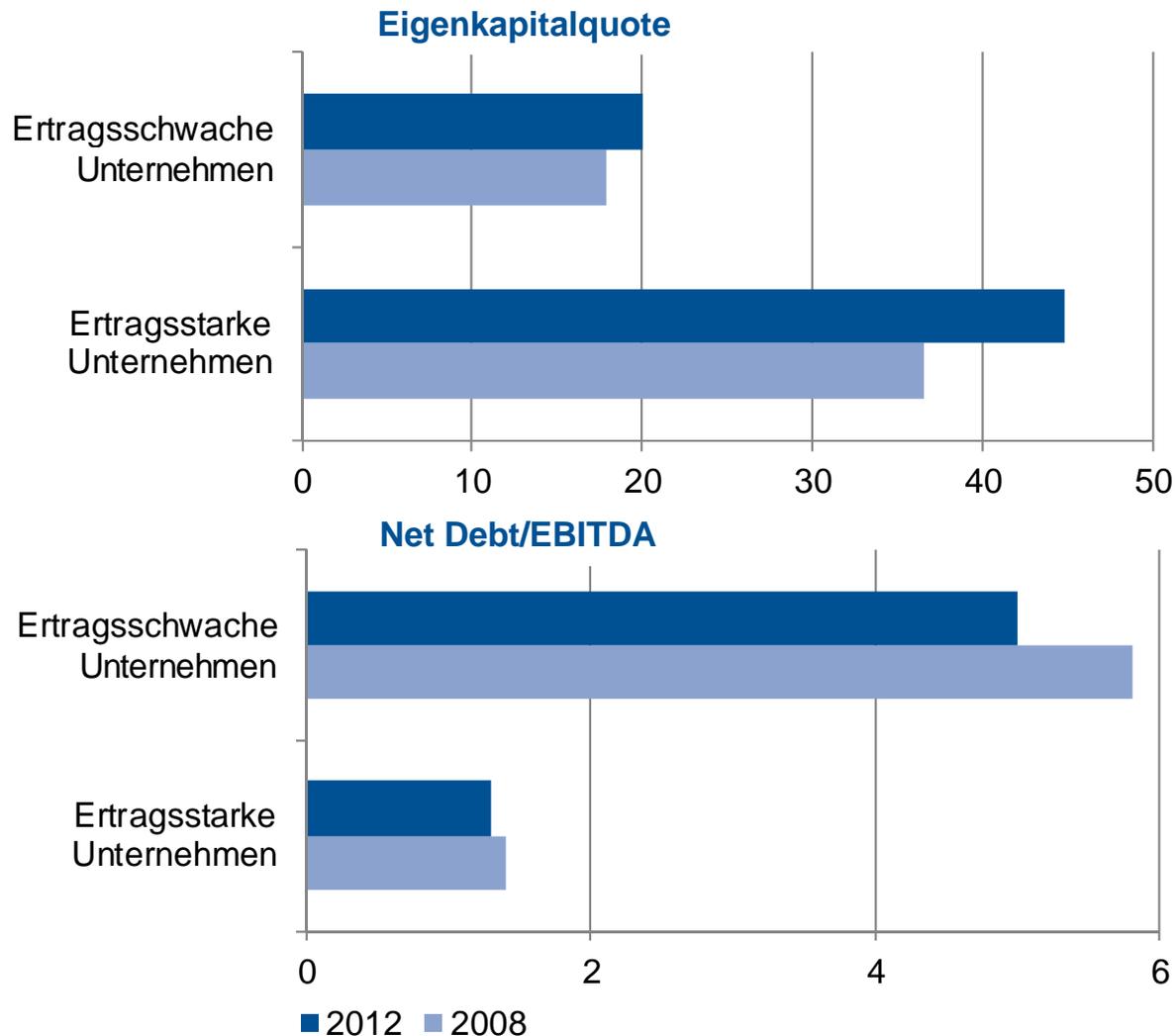


- Eine detailliertere Betrachtung des Ertragsprofils unterstreicht, dass das ermittelte gute Durchschnittsniveau nicht so sehr auf herausragende Werte weniger Top-Performer zurückzuführen ist, sondern aus einer breiter angelegten Ertragsstärke resultiert.
- Bemerkenswert ist insbesondere der relativ konstant hohe Anteil mittelgroßer Unternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe, die weit über dem Durchschnitt liegende Vorsteuer-Renditen von mehr als 7 % erzielen und sich damit durchaus auf Augenhöhe mit DAX-Unternehmen befinden.
- Am unteren Ende der Ertragsskala kommt knapp ein Viertel der Industriefirmen nicht über einen Wert von 0,5 % hinaus. Allerdings ist diese Gruppe im Zeitraum 2008 bis 2012 merklich geschrumpft.
- Entsprechend hat der „Mittelbau“ noch einmal zugenommen – besetzt mit Unternehmen, die in ihrer Mehrzahl über eine sehr ordentliche Ertragskraft verfügen.

*) EBT in % des Umsatzes

Verbesserung auch bei weniger erfolgreichen Firmen

Eigenkapitalquoten *) in % und Net Debt/EBITDA *) 2008 und 2012



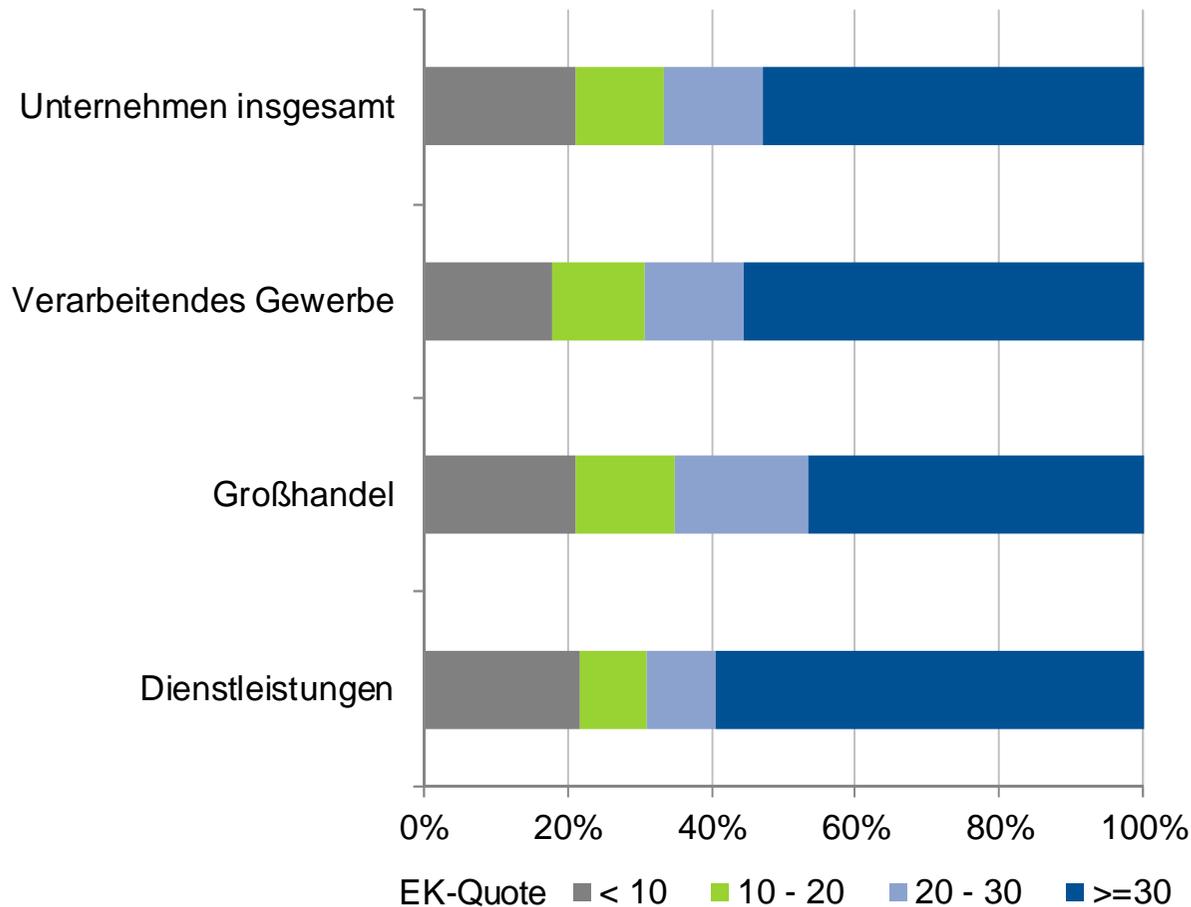
- Die mit einem EBT > 7 % besonders ertragsstarken mittelgroßen Unternehmen aus der Industrie glänzen durch ein hervorragendes Kennziffernprofil. So ist ihre Eigenkapitalquote inzwischen im Durchschnitt auf ca. 45 % angestiegen. Der bereits gute Wert des Jahres 2008 wurde damit noch einmal um 8 Prozentpunkte übertroffen.
- Ihre Finanzschulden könnten diese Unternehmen im Durchschnitt in weniger als zwei Jahren mit ihren operativen Ergebnissen vollständig tilgen.
- Die Unternehmen, die sich am unteren Ende der Ertragsskala befinden, weisen erwartungsgemäß schlechtere Werte auf. Aber auch in dieser Gruppe gibt es Verbesserungspotenzial, das die Firmen zuletzt auch genutzt haben. 2012 stehen sie im Durchschnitt besser da als 2008. Ihre Eigenkapitalquote konnten sie in diesem Zeitraum um mehr als 2 Prozentpunkte erhöhen.

*) Medianwerte; Ertragsschwache = EBT < 0,5 %, Ertragsstarke = EBT > 7,0 %

Mittelgroße Unternehmen mehrheitlich auch mit solider Kapitalausstattung

12

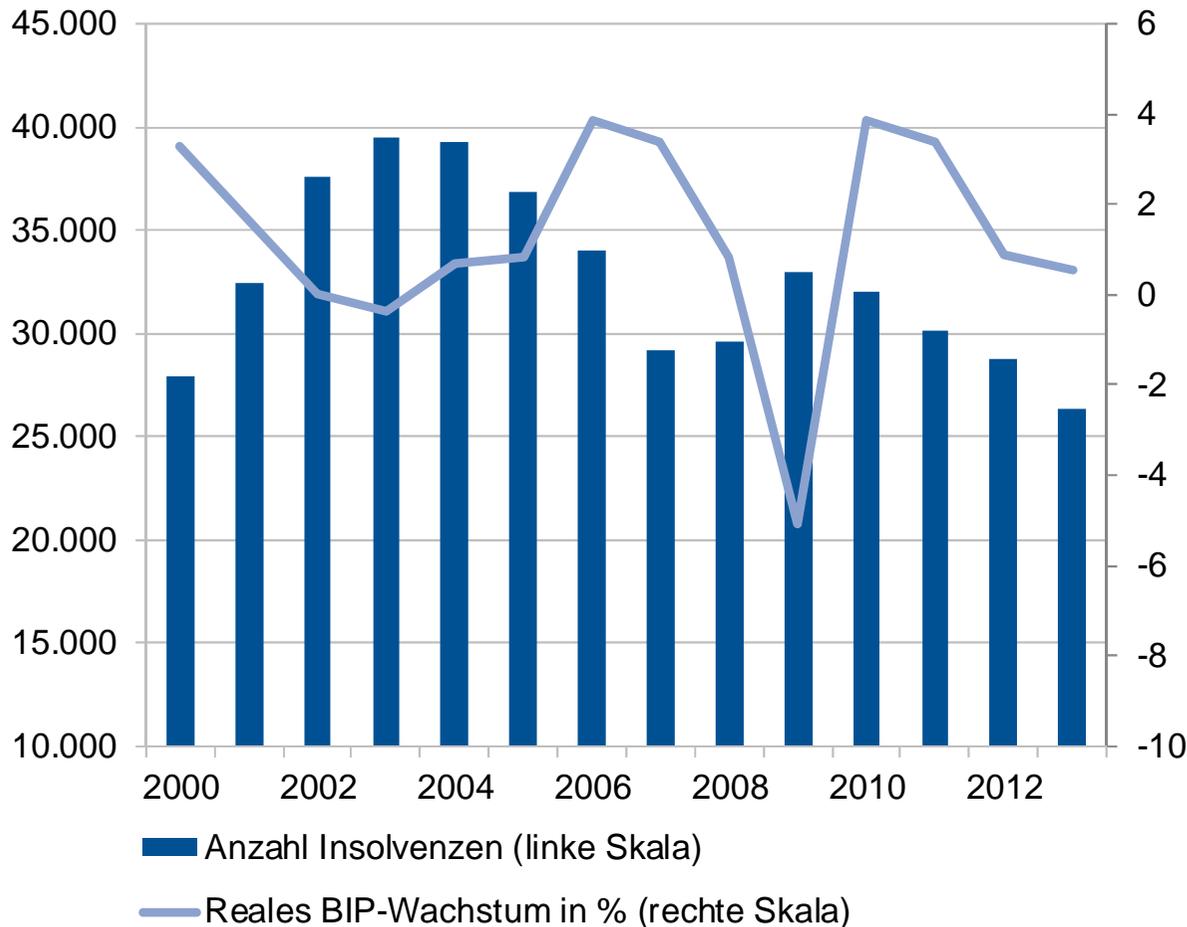
Anteile der Unternehmen nach Höhe der Eigenkapitalquote 2012



- Nimmt man grundsätzlich die Eigenkapitalausstattung der mittelgroßen Unternehmen in den Blick, so ergibt sich auch hier – insgesamt und über alle Sektoren hinweg – ein positives Bild.
- Im Verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor bewegte sich zuletzt die Eigenkapitalquote bei weitaus mehr als der Hälfte der Unternehmen oberhalb der Marke von 30 %. Im Handel ist der Anteil geringer, da die Firmen dieses Sektors branchentypisch etwas niedrigere Quoten aufweisen.
- Gute Ertragskraft und Wachstumsdynamik werden also im gehobenen Mittelstand von einer recht soliden Kapitalausstattung begleitet.

Dank stabilem Mittelstand: Positive Entwicklung der Insolvenzen

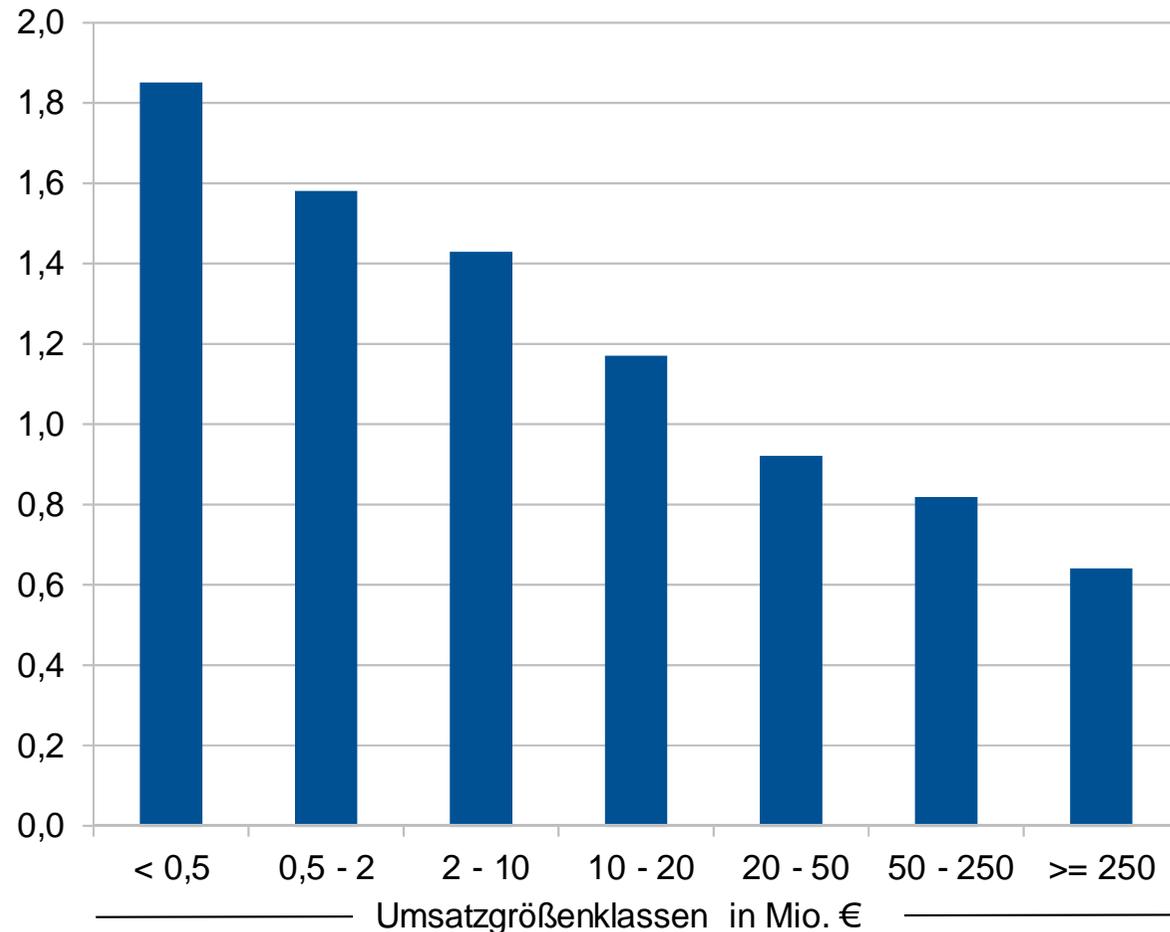
Unternehmensinsolvenzen in Deutschland; Anzahl



- Stabile Ertragskraft und solide Finanzierungsstrukturen haben in den letzten Jahren die Widerstandskraft der mittelgroßen Firmen wie auch des gesamten Mittelstandes gestärkt.
- Dies spiegelt sich deutlich in der Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland wider. Deren Anzahl ist seit etwa einem Jahrzehnt tendenziell rückläufig.
- Besonders bemerkenswert ist, dass die Zahl der Firmenpleiten in und nach der Wirtschaftskrise 2009, als das Bruttoinlandsprodukt um mehr als 5 % einbrach, nur moderat zugenommen hat.
- Seither sinkt sie weiter kontinuierlich und hat trotz erneuter Konjunkturschwäche im Jahr 2013 einen historischen Tiefstand erreicht. Das Niveau von 2003 und 2004 wurde um rund ein Drittel unterschritten. Für 2014 ist ein weiterer Rückgang der Unternehmensinsolvenzen zu erwarten.

Niedrige Ausfallraten in den oberen Unternehmensgrößenklassen

Ausfallrate nach Unternehmensgröße 2013; in % *)



- Hinter der generell rückläufigen Insolvenzgefährdung zeigt sich eine ausgeprägte Abstufung nach der Unternehmensgröße.
- 2013 sind von knapp 3 Millionen wirtschaftsaktiven Unternehmen etwa 51.000 oder 1,79 % ausgefallen, d. h. es lagen hier Insolvenzen bzw. massive Zahlungsverzüge und Inkassofälle vor.
- Dabei ist das Gefälle im Hinblick auf die Unternehmensgröße beträchtlich. Die Ausfallquote ist bei den kleineren Unternehmen mit 1,85 % am höchsten. Aber schon ab einem Jahresumsatz von 20 Mio. € sinkt sie deutlich unter 1 %.
- Im Bereich der mittelgroßen Firmen war ein Ausfall nur einmal pro etwa 120 bis 160 Firmen zu beklagen – dies zeigt die besondere Stabilität dieses Unternehmenssegments.

*) Ausfälle = Massive Zahlungsverzüge, Inkassofälle, Insolvenzen.

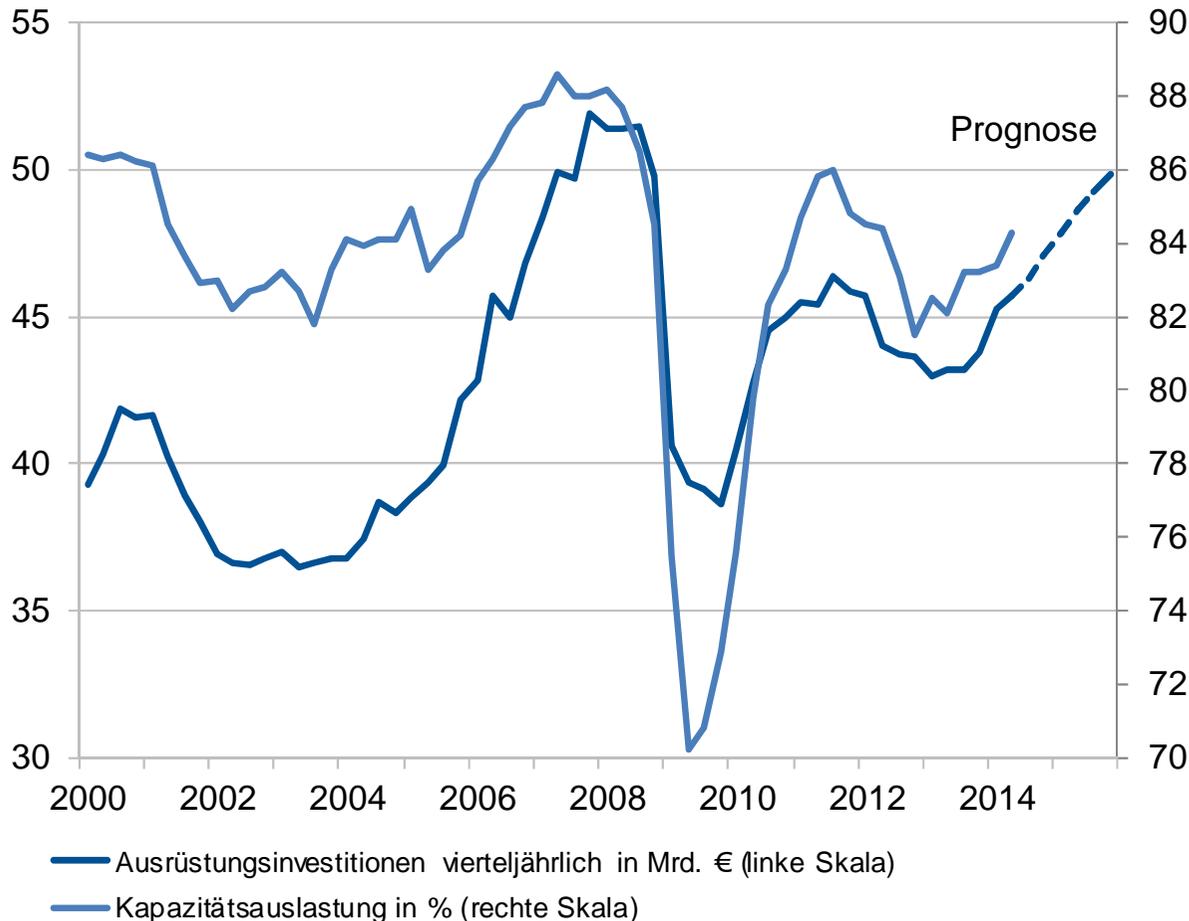
2. Neue Schwerpunkte beim unternehmerischen Finanzierungsbedarf

- Nicht allein auf der Angebotsseite, sondern bereits auch beim unternehmerischen Finanzierungsbedarf zeigen sich Entwicklungen, die auf eine Neuausrichtung der Finanzierung hinwirken.
- Gerade bei den wachstumsstarken mittelgroßen Unternehmen wandelt sich der Finanzierungsbedarf. Zum einen steigt er deutlich wegen des rasch zunehmenden Geschäftsumfangs und der wachsenden Investitionserfordernisse. Zum anderen verschiebt sich seine Zusammensetzung, weil sich das Investitionsprofil ändert, u. a. hin zu immateriellen Investitionen.
- Typisch für die mittelgroßen Firmen, namentlich im Verarbeitenden Gewerbe, ist zum Beispiel eine immer größere Bedeutung von Forschung und Entwicklung sowie von Schulung und Fortbildung. Auch die Ausgaben für Software steigen überproportional. Zudem fließen verstärkt Mittel in den Erwerb von Beteiligungen statt in den Ausbau der eigenen Kapazitäten. Im Zuge dieser neuen Schwerpunktsetzung entwickelt sich das Sachanlagevermögen unterproportional zu den gesamten Aktiva.
- Darüber hinaus müssen die Unternehmen nicht nur im Inland Mittel für Geschäftsausweitung und Investitionen bereithalten, sondern verstärkt auch im Ausland. Ihr langfristiger Erfolg hängt zunehmend davon ab, dass sie ihre Präsenz in wichtigen internationalen Märkten durch Auf- und Ausbau eigener Standorte oder durch Zukauf von bestehenden Unternehmen erhöhen.
- Die Konsequenzen, die sich aus den komplexeren Investitionsstrukturen für die Finanzierung ergeben, liegen auf der Hand: Die Firmen benötigen insgesamt mehr finanziellen Spielraum, den sie im Zuge der Umsetzung ihrer langfristigen Unternehmensstrategien flexibel für Sachinvestitionen, Akquisitionen und FuE-Projekte nutzen können. Sie müssen angesichts erhöhter Investitionsrisiken ihre Eigenfinanzierungsanteile erhöhen. Ihre Finanzierung muss langfristiger ausgerichtet werden – und wird über kurz oder lang auch einen zunehmend internationalen Charakter bekommen.

Ausrüstungsinvestitionen haben Schwächephase überwunden

16

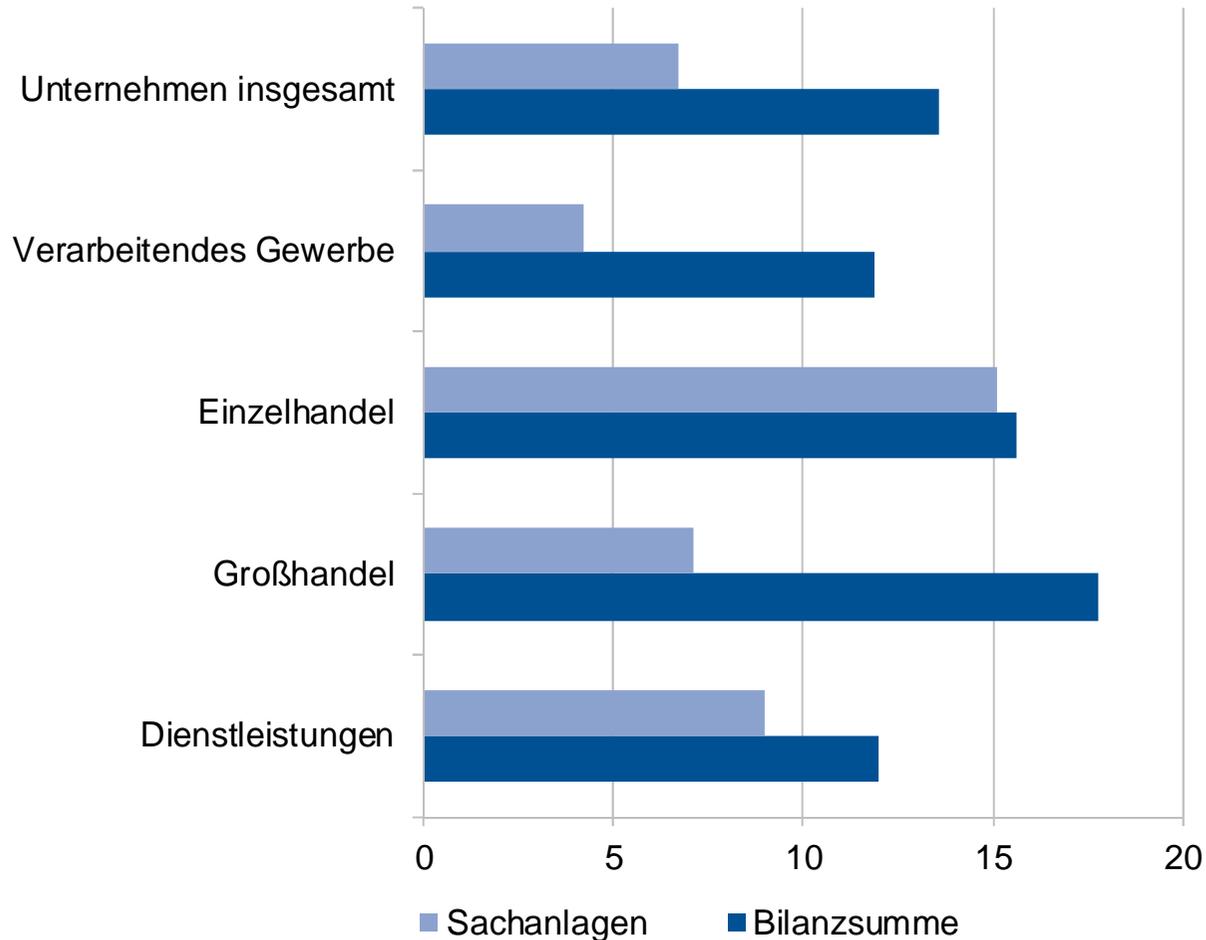
Ausrüstungsinvestitionen und Kapazitätsauslastung



- Die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen haben im ersten Quartal 2014 kräftig an Schwung gewonnen, nachdem sie sich in den Vorjahren sehr schwach entwickelt hatten und phasenweise sogar rückläufig gewesen waren.
- Das Anziehen der Investitionen steht offensichtlich in engem Zusammenhang mit der Entwicklung der Kapazitätsauslastung in der Industrie. Sie ist gestiegen und liegt mittlerweile leicht über dem langjährigen Durchschnitt.
- Bei zunehmenden Impulsen der Auslandsnachfrage, kräftig anziehendem Konsum und weiterhin äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen dürften die Ausrüstungsinvestitionen im weiteren Verlauf von 2014 und 2015 deutlich ausgeweitet werden.
- Dabei werden auch die aufgrund der Konjunkturschwäche in den vergangenen Jahren zurückgestellten Investitionen teilweise nachgeholt.

Sachanlagen verlieren im Mix der Investitionen an Gewicht

Veränderung der Bilanzsumme und der Sachanlagen 2008 - 2012; in % *)



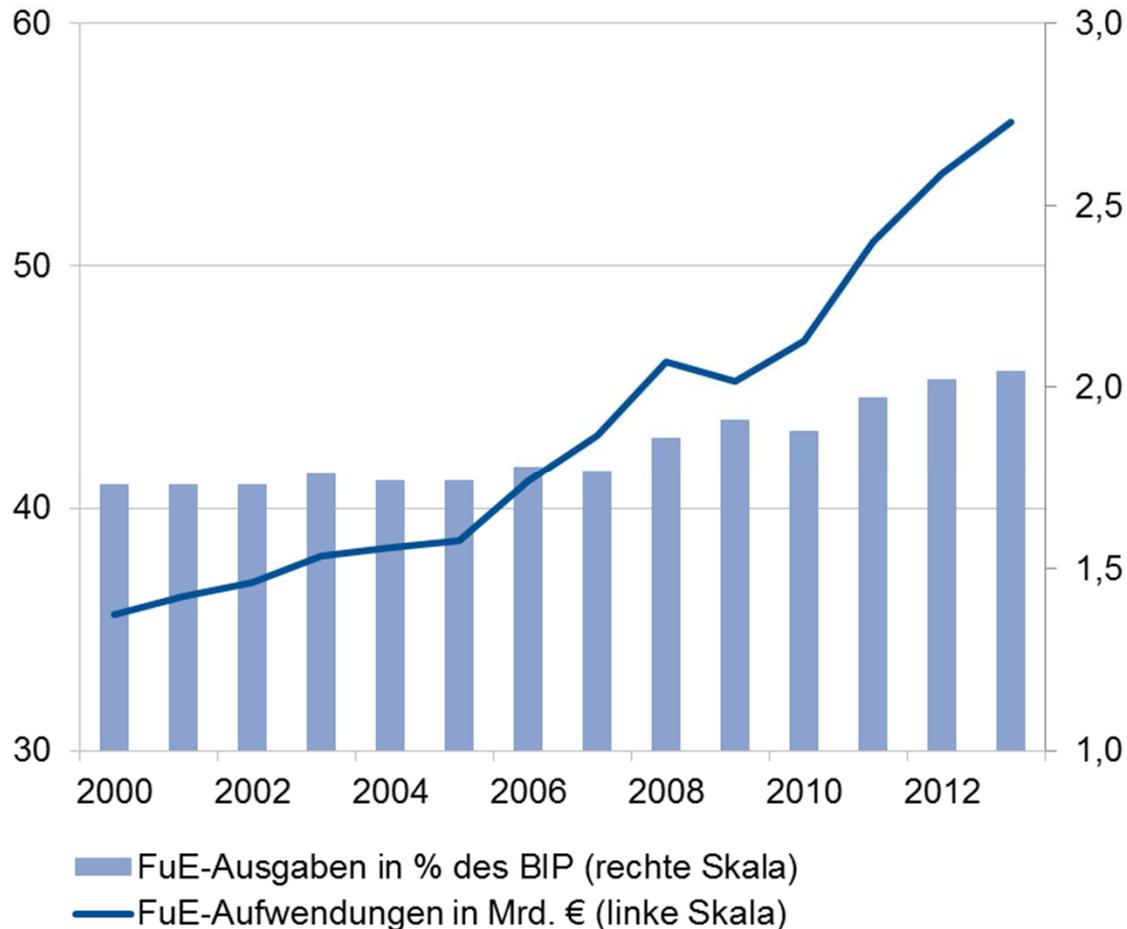
- Das aktuell zu beobachtende Anziehen der Ausrüstungsinvestitionen kann allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich die Investitionsstrukturen in den Unternehmen generell verschieben.
- So verlieren die klassischen Sachinvestitionen im Rahmen der unternehmerischen Zukunftsinvestitionen tendenziell an Gewicht. Dies spiegelt sich in den Unternehmensbilanzen wider: Die Position „Sachanlagen“ ist gemäß unserer Auswertung bei den mittelgroßen Firmen in den zurückliegenden Jahren deutlich schwächer gestiegen als die Bilanzsumme.
- Die Gründe für diese Entwicklung liegen nur zum Teil in der zuletzt vorherrschenden Zurückhaltung beim Ausbau der Kapazitäten. Eine gewisse Rolle spielen auch eine höhere Effizienz der Anlagen, Preisrückgänge bei elektronischem Equipment und Änderungen im Finanzierungsverhalten (Leasing).
- Vor allem aber findet eine nachhaltige Verlagerung der Investitionsschwerpunkte statt – insbesondere hin zu immateriellen Investitionen, wie beispielsweise neuen Software-Bausteinen, Forschung, Produktentwicklung usw.

*) Medianwerte

Immaterielle Investitionen steigen: Beispiel Forschung/Entwicklung

18

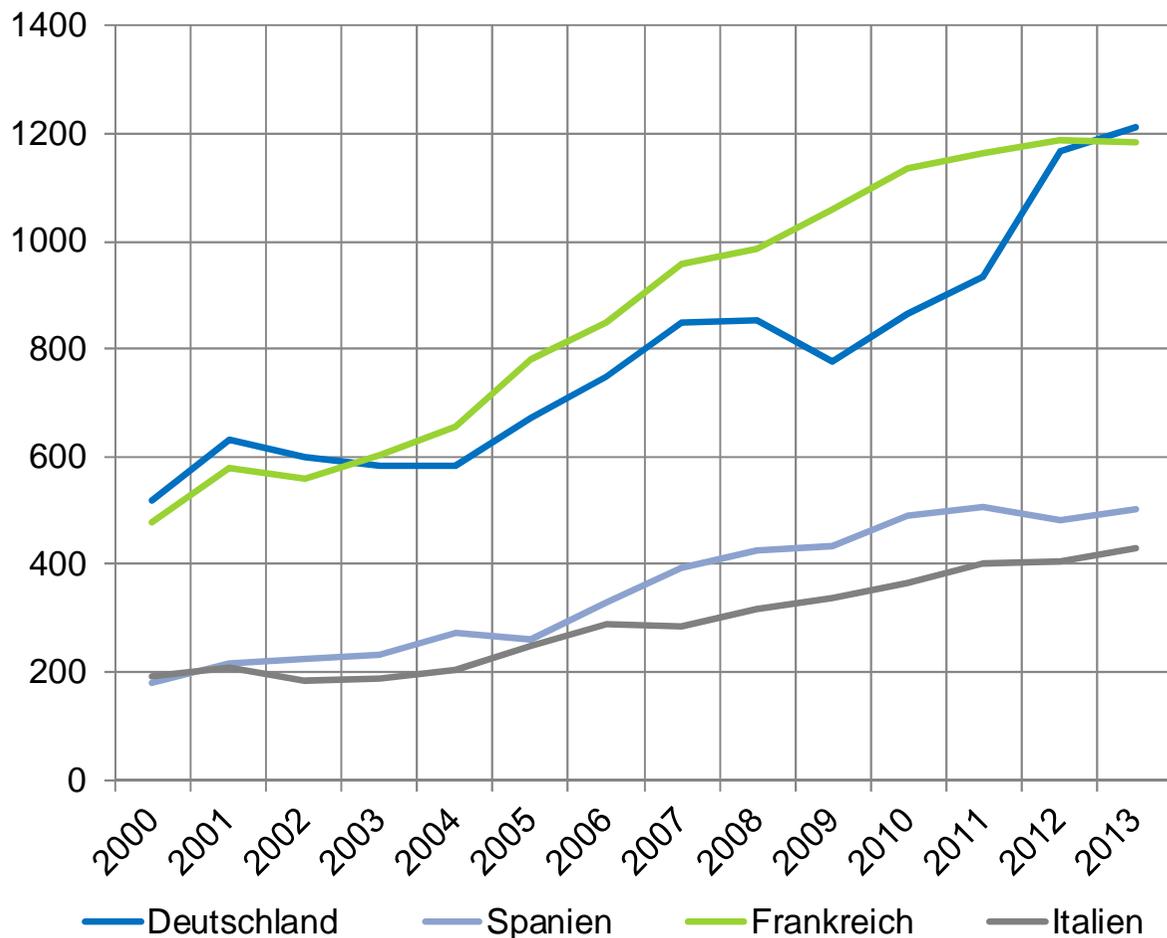
Interne FuE-Ausgaben der Unternehmen in Mrd. € und in % des BIP



- Unter den immateriellen Investitionen spielen vor allem Forschungs- und Entwicklungsvorhaben im Rahmen der strategischen Ausrichtung der Unternehmen eine immer größere Rolle, nicht zuletzt bei den mittelgroßen Firmen, die sich häufig durch eine besondere Innovationsstärke auszeichnen und in ihren Produktfeldern Technologieführer sind.
- Insgesamt sind die Forschungs- und Entwicklungsausgaben der deutschen Unternehmen in den letzten Jahren kontinuierlich angestiegen – auf rund 56 Mrd. € im Jahr 2013.
- Gesamtwirtschaftlich betrachtet, entwickelten sich die FuE-Ausgaben somit viel dynamischer als die Ausrüstungsinvestitionen, die in den letzten Jahren in Relation zum BIP sogar eher rückläufig waren.
- Bei der Finanzierung von Forschung und Entwicklung sind der eigene Cashflow und externes Eigenkapital erste Wahl. Klassische Bankkredite kommen hier eher nicht infrage.

Gewicht der Auslandsinvestitionen nimmt deutlich zu

Investitionsbestand im Ausland; in Mrd. €



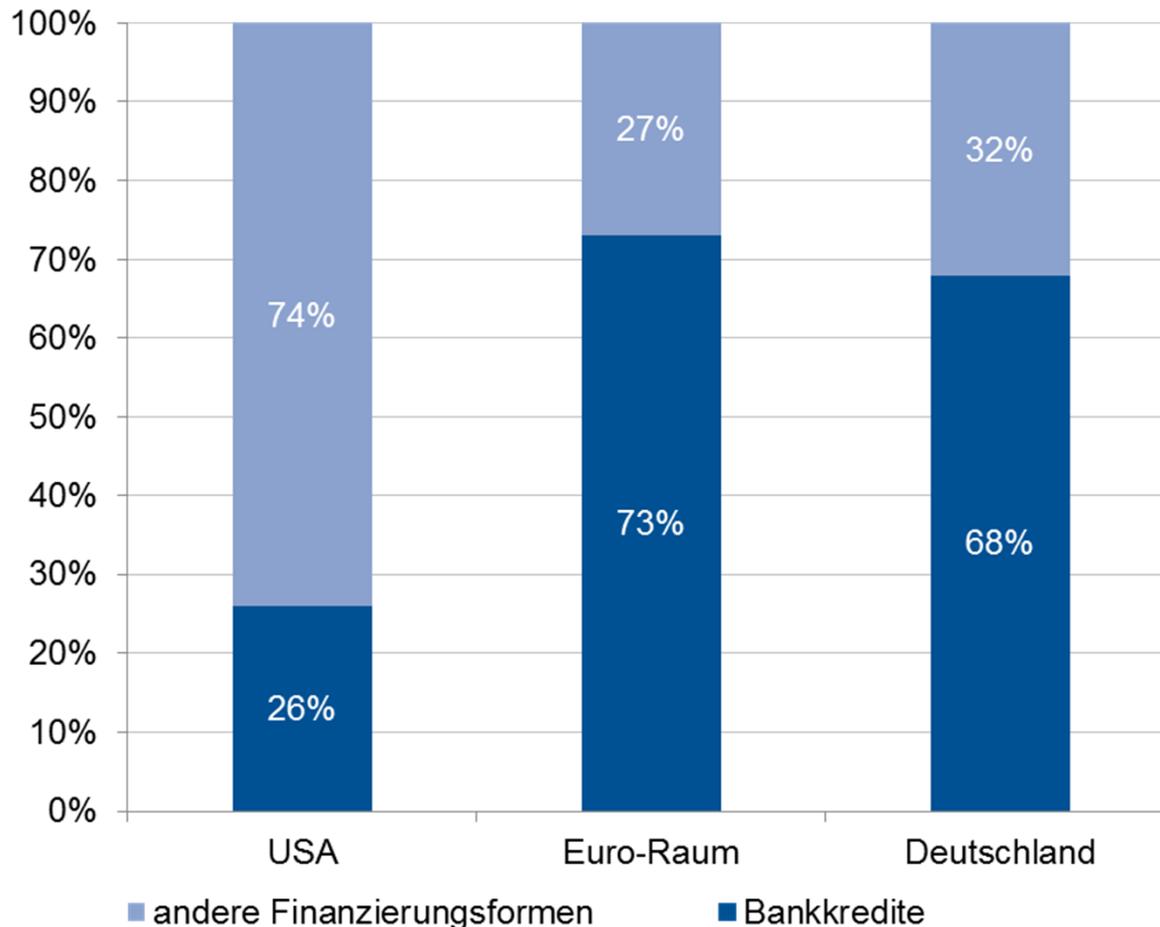
- Zu strukturellen Verschiebungen im Finanzierungsbedarf kommt es auch durch vermehrte Investitionsaktivitäten der Unternehmen in ausländischen Märkten.
- Gesamtwirtschaftlich betrachtet, ist der Bestand der im Ausland getätigten Direktinvestitionen gerade in den letzten vier Jahren kräftig angestiegen.
- In Zukunft dürften die Investitionen an ausländischen Standorten tendenziell stärker zunehmen als die Investitionen im Inland, weil die auslandsorientierten Unternehmen ihre internationale Präsenz in den Wachstumsmärkten noch weiter ausbauen müssen.
- Internationale Investitionsaktivitäten erfordern mehr noch als Inlandsprojekte eine langfristige finanzielle Absicherung und ziehen über kurz oder lang auch eine stärker international ausgerichtete Finanzierung nach sich.

3. Gravierende Veränderungen aufseiten des Finanzierungsangebots

- Die Finanzierungsmuster der Unternehmen geraten auch deshalb in Bewegung, weil im Nachgang zur Finanzkrise die Angebotsseite, d. h. die auf den Finanzmärkten tätigen Anbieter von Finanzierungen, erheblichen Veränderungsprozessen ausgesetzt ist.
- Dies betrifft insbesondere die Banken. Einerseits müssen viele von ihnen ihr Geschäftsmodell anpassen, d. h. Aktivitäten abbauen, die sich in der Krise als nicht tragfähig erwiesen haben, und andererseits unterliegen sie nun einer sich sukzessive verschärfenden Regulierung. Daraus ergeben sich zumindest erhebliche Unsicherheiten, inwieweit die Institute zukünftig noch in der Lage sein werden, den Kreditwünschen ihrer Unternehmerkunden stets in einem passenden Zuschnitt nachzukommen. Sehr wahrscheinlich wird es über kurz oder lang zu einer partiellen Verknappung und Verteuerung insbesondere des Angebots an langfristigen Krediten kommen.
- Gleichzeitig scheinen andere Anbieter an Bedeutung zu gewinnen: Versicherungen, die im Rahmen ihrer Anlagestrategie in einem gewissen Rahmen selbst als Darlehensgeber fungieren wollen, eine wachsende Zahl von Kreditfonds, die mit einem differenzierten Angebot in die Fremdfinanzierung von Unternehmen investieren, wie auch generell nationale und internationale Kapitalmarktinvestoren, die auf der Suche nach attraktiven Anlagemöglichkeiten mehr und mehr an einem Engagement in Unternehmen – darunter auch im leistungsstarken deutschen Mittelstand – interessiert sind, etwa in Form von Anleihen oder Schuldscheindarlehen.
- Größere mittelständische Unternehmen tun gut daran, diese alternativen Möglichkeiten auszuloten, um ihre Finanzierung zu diversifizieren und dabei gleichzeitig auch ihren sich wandelnden Finanzierungsbedarf adäquater abzudecken. Eine gute Bonität erleichtert ihnen den Weg an den Kapitalmarkt. In diesem Zusammenhang kommt ihnen auch zugute, dass durch ihre zunehmend internationale Ausrichtung Bekanntheitsgrad und Renommee im Kreis ausländischer Investoren steigen.

Finanzierung der Wirtschaft im Euro-Raum vornehmlich über Bankkredite

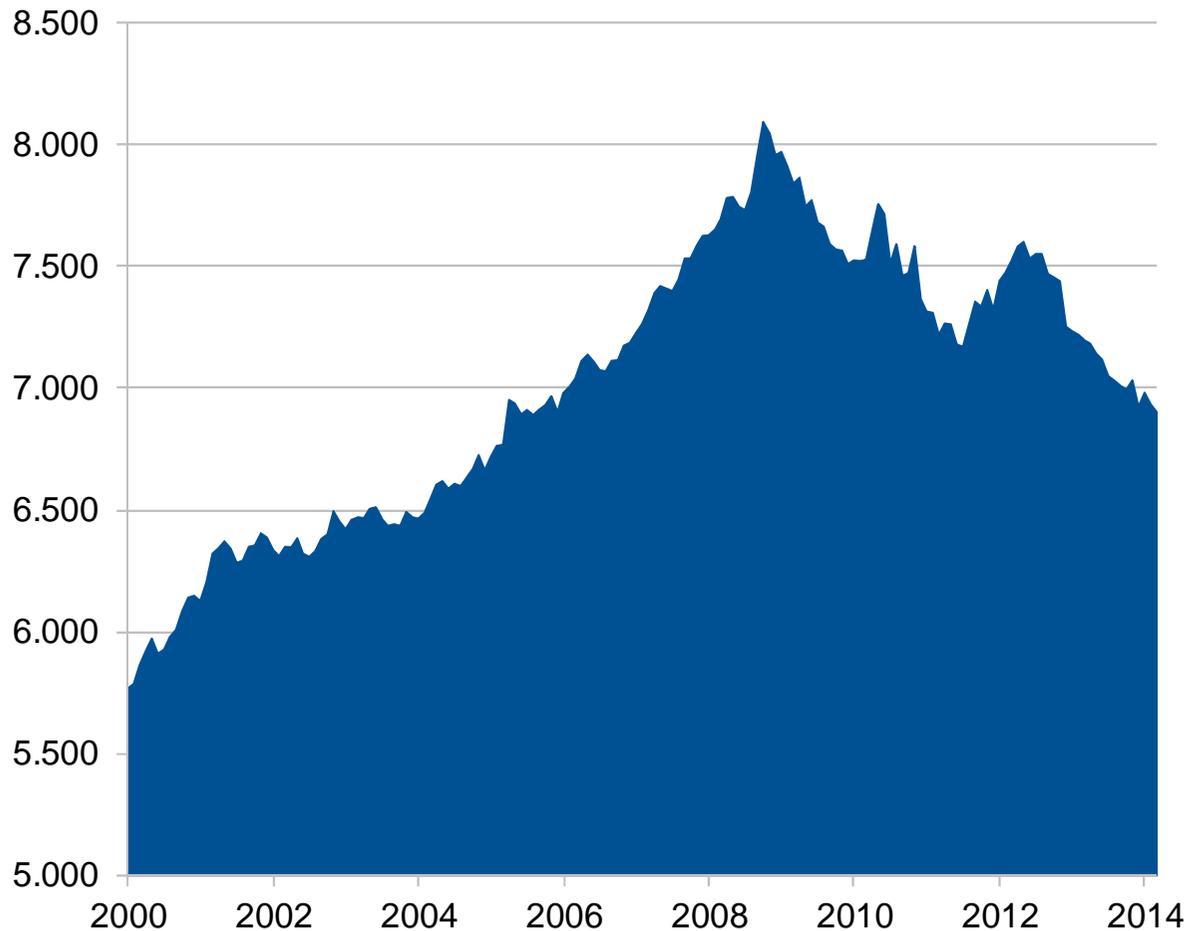
Struktur der Unternehmensfinanzierung 2012; in %



- Das Grundmuster der Unternehmensfinanzierung ist in weiten Teilen Europas wie auch in Deutschland durch ein hohes Gewicht der Bankkredite gekennzeichnet.
- Dagegen fließen insbesondere in den USA den Unternehmen externe Finanzierungsmittel vor allem über den Kapitalmarkt und Private Equity zu.
- Aufgrund dieser Grundausrichtung tangieren die Nachwirkungen der Finanzkrise – Struktur- anpassungen bei den Banken und deutlich verschärfte Regulierung – die Unternehmensfinanzierung in Europa und in Deutschland wesentlich stärker als in den USA.
- Vieles spricht dafür, dass sich hierzulande im Zuge dieser Entwicklungen die Dominanz der Bankenfinanzierung zumindest für einen Teil der Unternehmen abschwächen wird und andere Finanzierungsquellen und -instrumente an Bedeutung gewinnen werden.

Sinkendes Geschäftsvolumen der Banken in Deutschland

Bilanzsumme *) der Banken in Deutschland; in Mrd. €



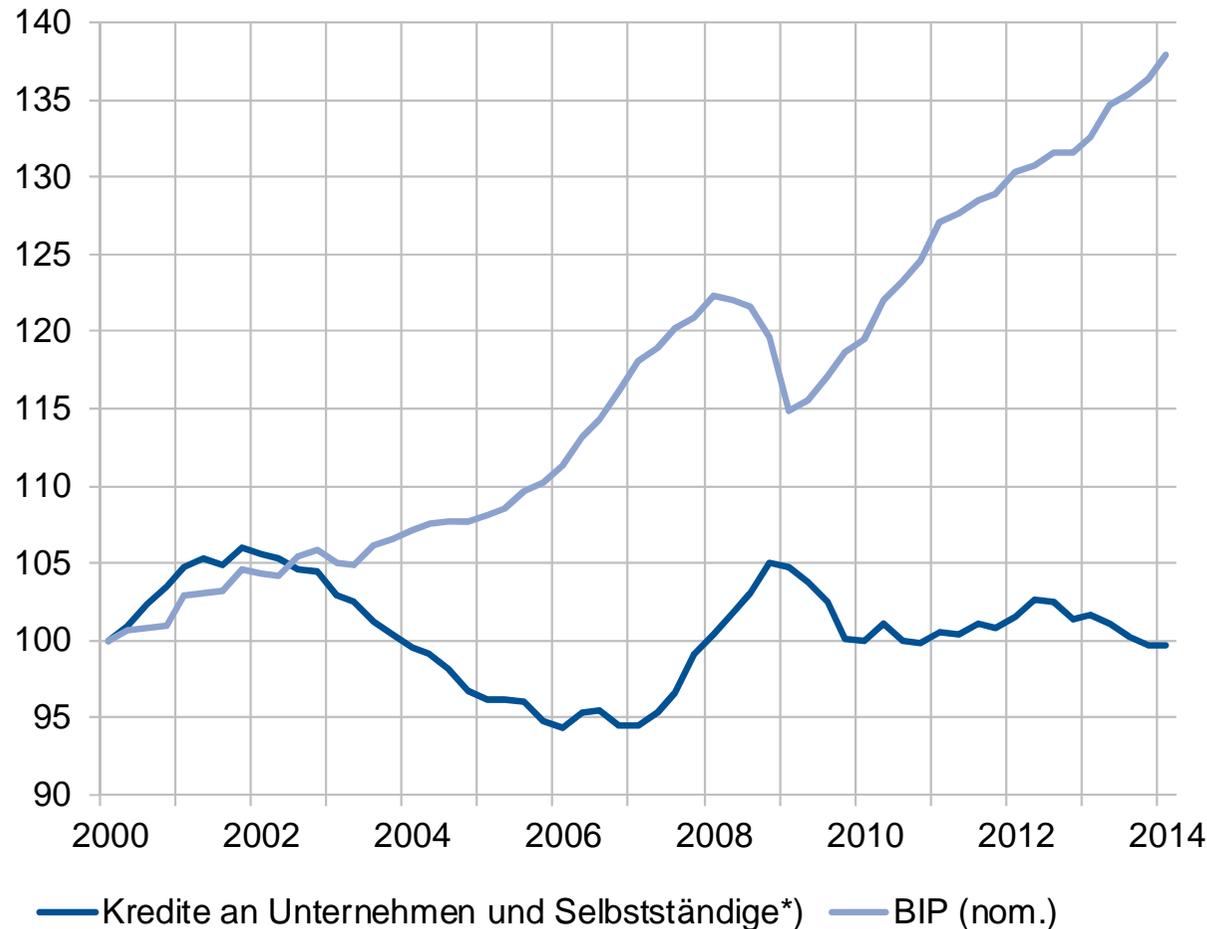
- Struktureller Anpassungsbedarf und verschärfte Regulierung zwingen die Banken zu einer Einschränkung ihrer Geschäftsaktivitäten: Ihre Bilanzsumme ist seit der Finanzkrise tendenziell rückläufig („Deleveraging“).
- Die aggregierte Bilanzsumme der deutschen Kreditinstitute erreichte im Jahr 2008 einen historischen Höchststand; aktuell liegt sie um mehr als 1.000 Mrd. € niedriger.
- Dabei zielte das Deleveraging auf der Aktivseite bislang primär auf den Abbau von als besonders risikobehaftet erkannten Geschäften wie etwa bestimmten Verbriefungsprodukten oder ausländischen Immobilienkrediten.
- Aber ein solch ausgeprägter Rückgang des Geschäftsvolumens lässt unweigerlich die Sorge aufkeimen, ob die Banken in Zukunft in der Lage sein werden, den Unternehmen in ausreichendem Umfang Kredite anzubieten.

*) Hier ohne derivative Finanzinstrumente des Handelsbestandes

Kreditwachstum bleibt hinter dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum zurück

23

Kreditvolumen und BIP; vierteljährlich; Index 1. Quartal 2000 = 100



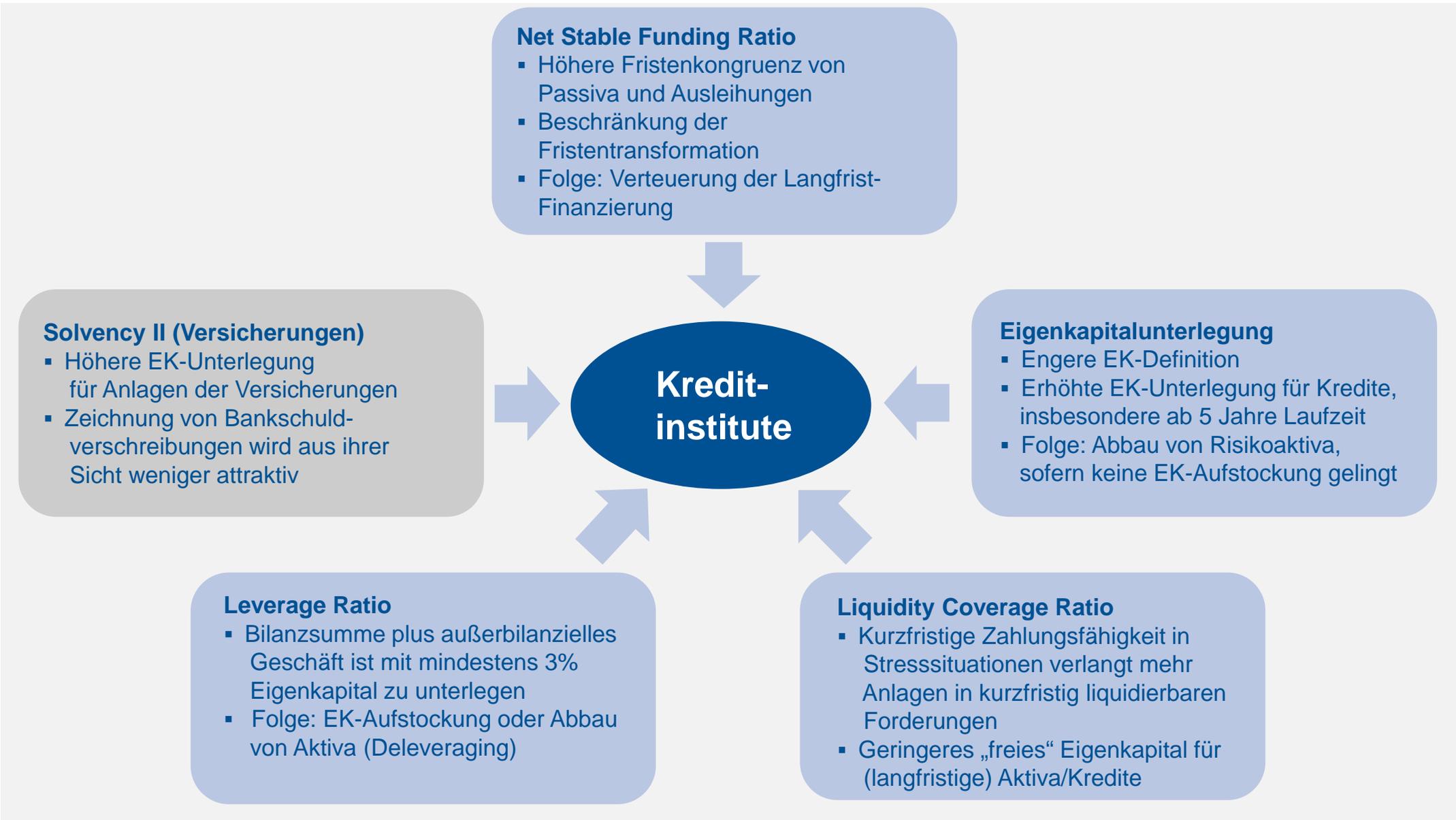
- Die Rückführung der Bankbilanzsummen war bislang nicht mit einem nennenswerten Rückgang der Kredite an inländische Unternehmen verbunden.
- Andererseits aber entwickelte sich das Kreditvolumen ausgangs der Krise trotz kräftig anziehender Konjunktur sehr schwach, sodass der aktuelle Bestand gerade das Niveau von Ende 2009 erreicht. Im Übrigen klaffen Kredit- und BIP-Wachstum schon länger auseinander.
- Gleichzeitig signalisieren Umfragen, dass die Unternehmen die Kreditvergabe schon seit einiger Zeit als nicht restriktiv empfinden. So sind es wohl nicht so sehr angebotsseitige Faktoren, die für das schwache Kreditwachstum verantwortlich sind, sondern die Ursachen liegen primär auf der Nachfrageseite: in einem moderateren externen Finanzierungsbedarf und in einer verstärkten Hinwendung zu anderen Finanzierungsinstrumenten.
- Vor allem im Hinblick auf die verschärfte Regulierung der Banken und deren Refinanzierungspartner (Versicherungen) ist in Zukunft allerdings eine Verknappung des Kreditangebots keineswegs auszuschließen.

*) ohne Wohnungsbau und Finanzierungsinstitutionen; Stand jeweils Quartalsende

Quellen: Deutsche Bundesbank; Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen

Komplexe Bankenregulierung schränkt langfristige Kreditfinanzierung ein

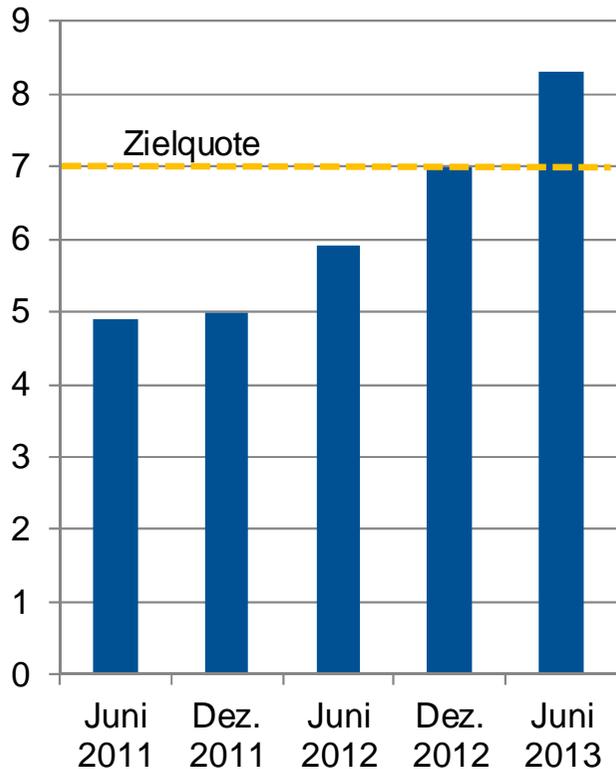
24



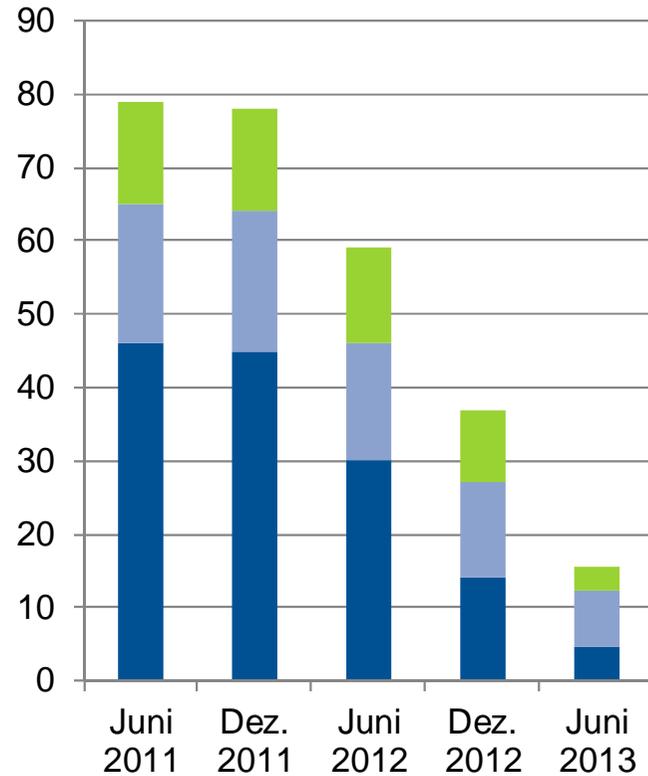
Fortschritte bei der Erfüllung der Basel-III-Eigenkapitalanforderungen – aber immer noch Kapitalbedarf

Ergebnisse des Basel-III-Monitoring für größere deutsche Banken *)

Harte Kernkapitalquote nach Basel III in %



Kapitalbedarf in Mrd. €



■ Ergänzungskapital
 ■ Sonstiges Kernkapital
 ■ Hartes Kernkapital

- Obwohl nach einer Bundesbank-Erhebung aus dem Frühjahr d. J. die größeren deutschen Banken gute Fortschritte bei der Erfüllung der künftigen Basel-III-Eigenkapitalanforderungen machen, verbleibt – Stand Ende Juni 2013 – immer noch ein Bedarf an hartem Kernkapital von 5 Mrd. € und an Kapital insgesamt von fast 16 Mrd. €.
- Nicht allein die Eigenkapitalregeln belasten. Die Einführung einer allgemeinen Verschuldungskennziffer („Leverage Ratio“) von 3 % würde nach Bundesbank-Berechnungen bei den größeren Instituten einen zusätzlichen Kernkapitalbedarf von 37 Mrd. € auslösen. Außerdem sind in erheblichem Umfang liquide Aktiva und Refinanzierungsmittel aufzubringen, um die geplanten Liquiditätskennziffern zu erfüllen.
- Bei den untersuchten kleineren Bankinstituten ist der Kapitalbedarf zwar tendenziell geringer. Gleichwohl stützen die Bundesbank-Ergebnisse die Befürchtungen, dass das komplexe Bündel an regulatorischen Maßnahmen die Banken über kurz oder lang in ihrem Kreditvergabespielraum einschränkt, primär bei langfristigen Krediten.

*) Sogenannte Gruppe-1-Institute: International aktive Banken mit einem Kernkapital von mind. 3 Mrd. €

Mögliche alternative Fremdkapitalquellen

Die Befürchtung, dass sich das Kreditangebot der Banken einengen könnte, lenkt den Blick verstärkt auf andere potenzielle Kapitalquellen. Es zeichnet sich ab, dass „Nicht-Banken“ als Finanziers von Unternehmen an Bedeutung gewinnen. Das mit Abstand größte Finanzierungspotenzial bieten dabei die „klassischen“ Kapitalmarktinstrumente.

Versicherungen

Zunehmendes Interesse seitens der Versicherungsgesellschaften an einer Direkt-Kreditvergabe, insbesondere im langfristigen Bereich, aber in der Regel eingeschränkte Zielrichtung (Immobilien, Infrastruktur).

Unternehmen

Ver mehrt produktbezogene Finanzierungsangebote an die Kunden insbesondere beim Absatz von Investitionsgütern (beispielsweise im Maschinenbau).

Crowdfunding-Plattformen

Starkes Wachstum auf niedrigem Niveau. Als Kreditnehmer kommen allenfalls kleinere Firmen und Start-ups in Betracht.

Kreditfonds

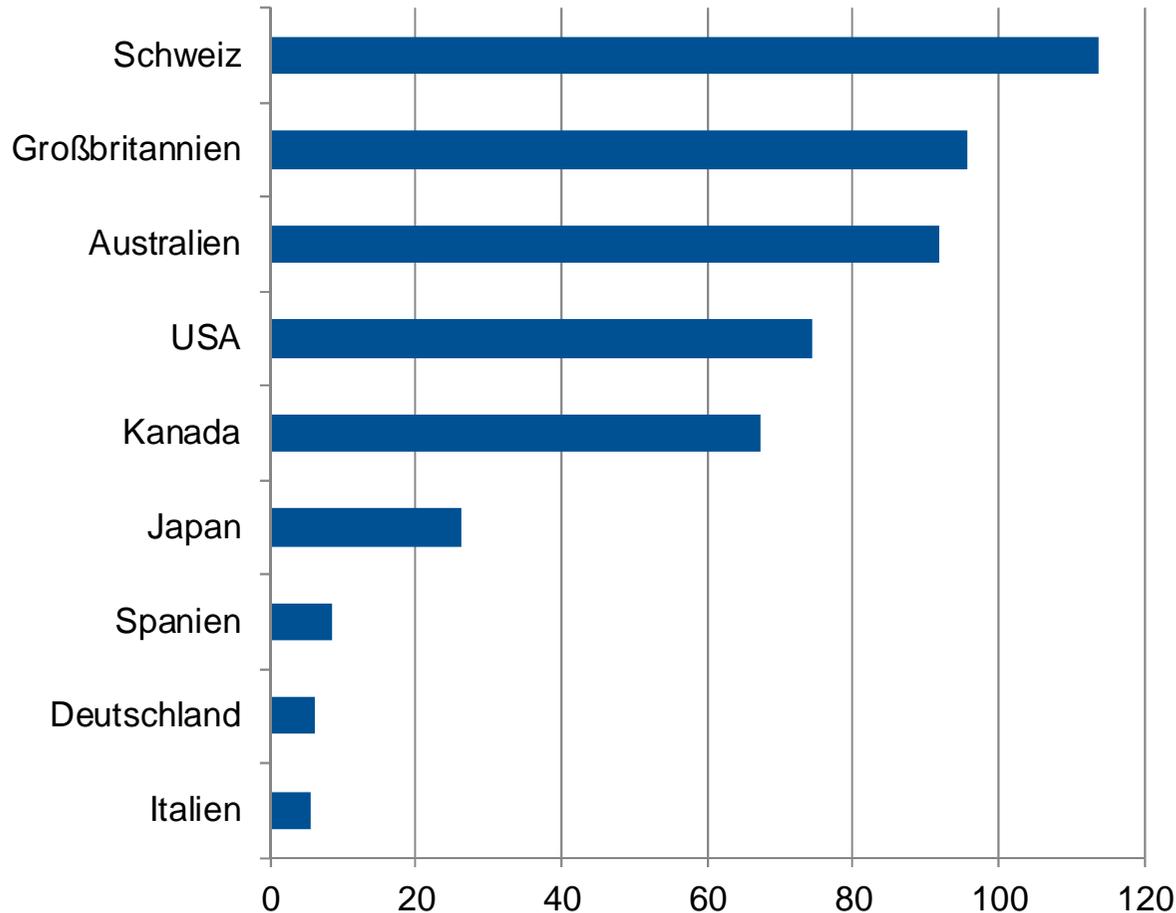
Wachsendes Angebot, auch an längeren Laufzeiten, für unterschiedliche Anlässe und in unterschiedlichen Formen (u. a. Mezzanine-Darlehen).

Kapitalmarkt-Finanzierungen

Ergiebige Finanzierungsquelle, breites Angebot an langfristigen Mitteln. Großes Interesse auch bei ausländischen Investoren, sich z. B. über Anleihen und Schuldscheindarlehen in deutschen Unternehmen finanziell zu engagieren, nicht zuletzt im deutschen Mittelstand.

Kapitalmärkte: Großes Finanzierungspotenzial, vor allem im Ausland

Investments der Pensionsfonds; in % des BIP; Stand 2012



- Institutionelle Investoren (insbesondere Versicherungen, Investmentfonds, Pensionsfonds) stellen die wichtigsten Finanziers am Kapitalmarkt dar. Pensionsfonds spielen allerdings in Deutschland kaum eine Rolle.
- In vielen anderen Ländern haben die Investments der Pensionsfonds dagegen großes Gewicht – eine Folge der dort realisierten kapitalgedeckten Altersvorsorgesysteme. Weltweit ist das Anlagevolumen der Pensionsfonds fast so hoch wie das der Versicherungen.
- Die geringe Breite des deutschen Kapitalmarktes wird durch die weltweite Verflechtung der Finanzmärkte zum Teil kompensiert. So zeigen ausländische Investoren auf der Suche nach attraktiven Anlagemöglichkeiten zunehmend Interesse auch am deutschen Mittelstand.
- Damit eröffnet sich mehr und mehr die Chance, Mittel über die internationalen Kapitalmärkte für mittelständische Firmen in Deutschland verfügbar zu machen – z. B. über Anleihen, Schuld-scheindarlehen oder auch über Kreditverbriefungen. Dies gelingt umso besser, je mehr die Unternehmen auch im Ausland präsent und bekannt sind.

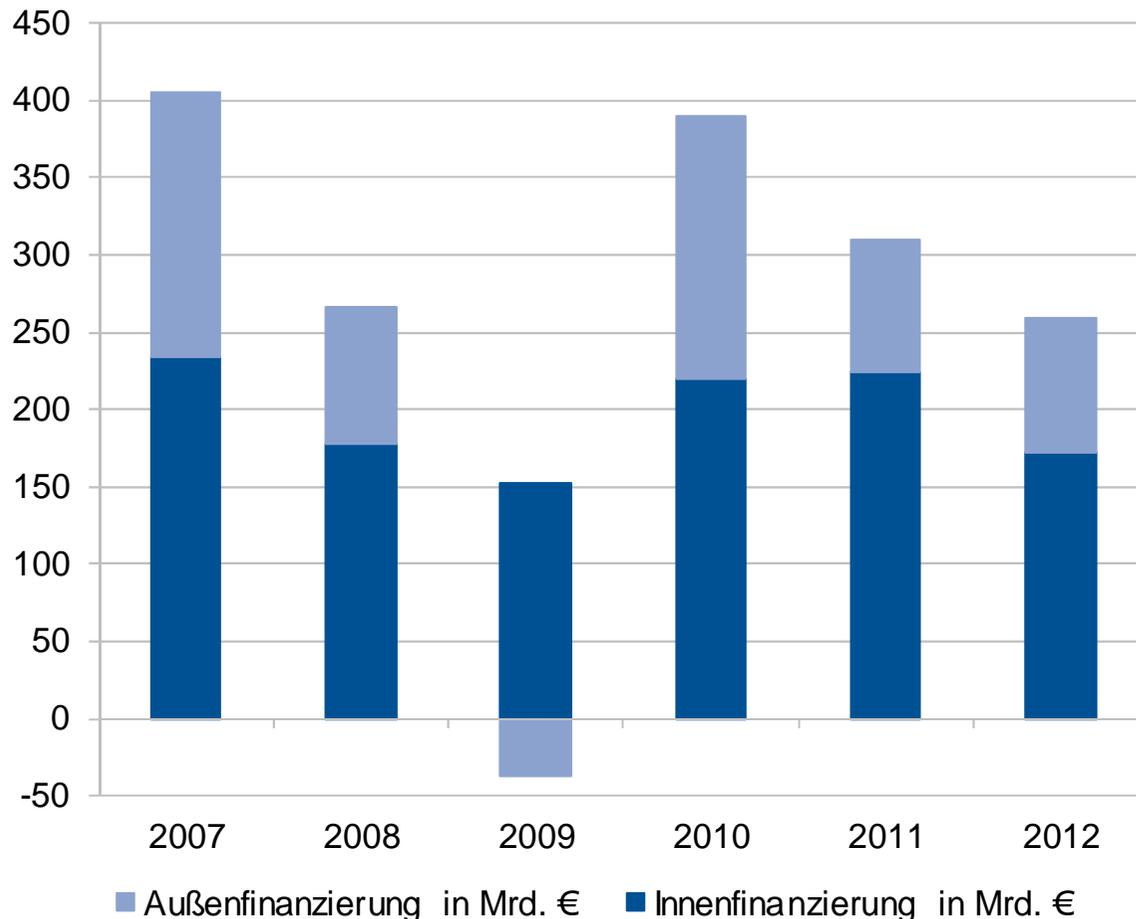
4. Ein Wandel in den Finanzierungsmustern zeichnet sich ab

- Die Entwicklung des unternehmerischen Finanzierungsbedarfs und seiner Zusammensetzung führt in Kombination mit den strukturellen Veränderungen aufseiten des Finanzierungsangebots dazu, dass sich die Finanzierungsmuster im Unternehmenssektor ein Stück weit wandeln werden.
- Davon weniger betroffen sind weite Teile des „klassischen“ Mittelstands, d. h. die kleineren Firmen. Zwar nimmt hier die Eigenfinanzierung inzwischen einen deutlich höheren Stellenwert ein, als dies früher der Fall war; damit sinkt gleichzeitig der Anteil der Bankverbindlichkeiten an den gesamten Passiva. Aber unter den Instrumenten der externen Finanzierung ist der Bankkredit für dieses Unternehmenssegment genau die richtige Wahl und bleibt daher weiterhin eindeutig die Nummer eins.
- Einen stärkeren Wandel erlebt die Finanzierung bei den Unternehmen aus den oberen Größen-segmenten des Mittelstands, deren Finanzierungsbedarf sich durch Internationalisierung und Innovation deutlich erhöht und verändert. Hier lauten die Trends: Mehr Eigenkapital, Ausbau langfristiger Finanzierungsspielräume, zunehmendes Interesse an Kapitalmarktfinanzierungen, Erschließung auch ausländischer Kapitalquellen. In punkto Größe und Bonität werden immer mehr der wachsenden mittelgroßen Firmen „kapitalmarktfähig“, womit sich ihnen die Chance bietet, ihre Finanzierung stärker zu diversifizieren.

Innenfinanzierung – Fundament der Unternehmensfinanzierung

29

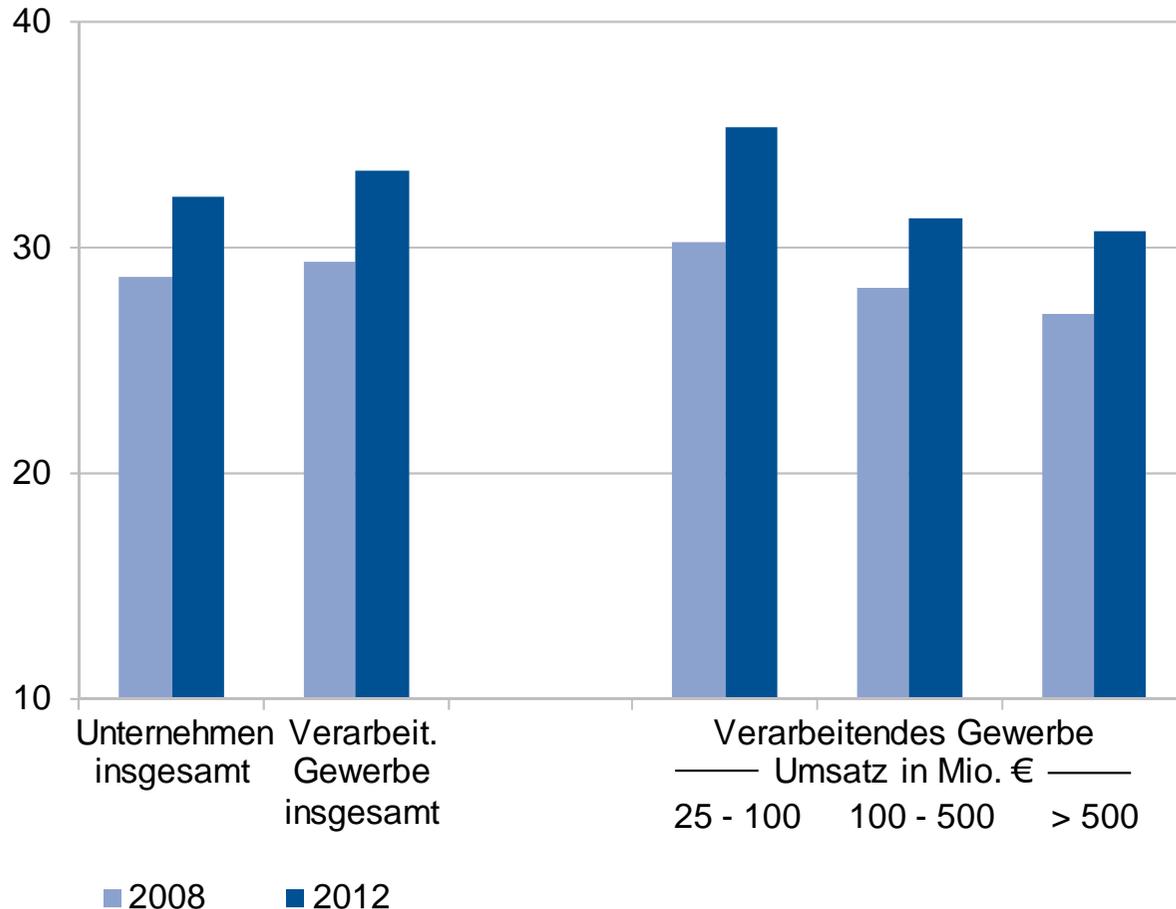
Innen- und Außenfinanzierungsvolumen; in Mrd. €



- Interne Mittel leisten den wichtigsten Beitrag zur unternehmerischen Gesamtfinanzierung. Im Durchschnitt finanzieren die deutschen Unternehmen nach Bundesbank-Berechnungen mehr als zwei Drittel ihrer Sach- und Geldvermögensbildung aus eigener Kraft – Tendenz zuletzt eher steigend.
- Das Innenfinanzierungsvolumen, d. h. die Summe aus einbehaltenen Gewinnen, Abschreibungsgegenwerten und neu gebildeten Rückstellungen, entwickelt sich stetiger als die Außenfinanzierung. Insbesondere im Aufschwung nehmen die Unternehmen typischerweise verstärkt Mittel von externen Finanziers (primär Kredite) in Anspruch.
- Nach der Krise 2009, als die Firmen die Verbindlichkeiten sogar zurückgeführt hatten, blieb jedoch der zu erwartende Anstieg des Außenfinanzierungsvolumens moderat. Dank guter Erträge musste nur für einen Teil der Investitionen auf externe Mittel zugegriffen werden.
- Angesichts der anhaltend robusten Ertragskraft leisten interne Mittel auch weiterhin einen wesentlichen Finanzierungsbeitrag. Aber gerade für wachsende Unternehmen bleibt der Einsatz von Fremdmitteln unverzichtbar.

Eigenkapitalquote der mittelgroßen Firmen tendiert weiter nach oben

Eigenkapital in % der Bilanzsumme 2008 und 2012 *)



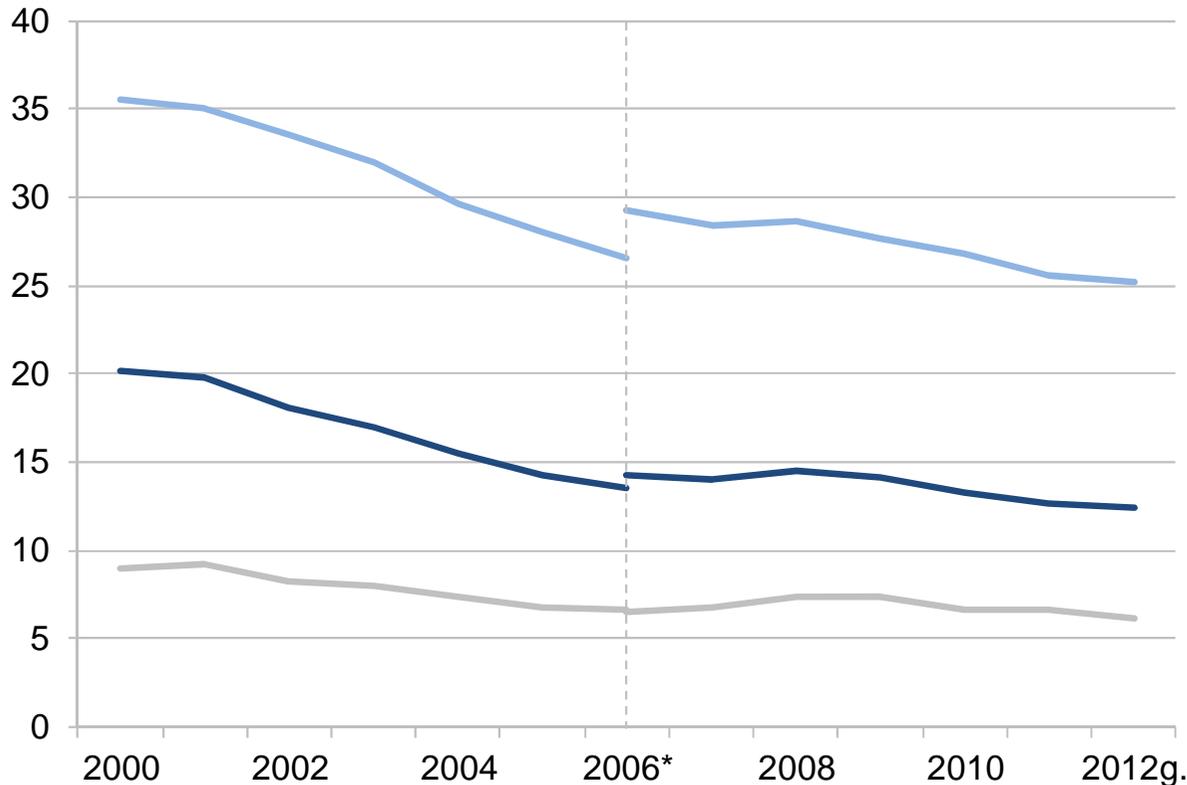
- Der verstärkte Rückgriff auf selbst erwirtschaftete Mittel sowie im Einzelfall auch externe Kapitalmaßnahmen haben schon seit vielen Jahren zu einem Anstieg der Eigenkapitalbasis in den Unternehmen geführt.
- Dies gilt sowohl für den gesamten Unternehmenssektor als auch für die meisten großen Wirtschaftssektoren, wie insbesondere für das Verarbeitende Gewerbe.
- Steigende Eigenkapitalquoten lassen sich zudem in den einzelnen Unternehmensgrößenklassen beobachten.
- In den letzten Jahren hat dieser Trend angehalten, wie es die Auswertung von Creditreform Rating speziell für die untersuchten mittelgroßen Firmen (mit Umsätzen zwischen 25 Mio. € und 5 Mrd. €) bestätigt.
- Die Verbesserung der Finanzstruktur in den letzten Jahren ist umso bemerkenswerter, als die gravierende Wirtschaftskrise von 2009 und der kräftige Aufschwung von 2010 /11 durchaus eine Schwächung der Eigenkapitalbasis hätten erwarten lassen.

*) Medianwerte

Sinkendes Gewicht der Bankkredite im Finanzierungsmix der Unternehmen

31

Bankverbindlichkeiten in % der Bilanzsumme



Unternehmen mit Umsätzen:

— < 50 Mio. € — > 50 Mio. € — insgesamt

- Spiegelbild einer verbesserten Eigenkapitalausstattung: Das Gewicht der Bankverbindlichkeiten im Finanzierungsmix der Unternehmen ist seit Langem tendenziell rückläufig, wie hier anhand von Bundesbank-Zahlen dargestellt.
- Insbesondere bei den kleineren Firmen zeigt sich – auf weiterhin hohem Niveau – eine starke Reduktion der Bankkredite. Bei ihnen war allerdings auch der Druck, die Eigenkapitalquote zu erhöhen, am größten.
- Die Entwicklung bei den Unternehmen mit über 50 Mio. € wird stark geprägt durch die Großunternehmen, die schon immer eine andere Finanzierungsstruktur hatten – mit einem deutlich geringeren Gewicht der Bankkredite.
- Dass der Anteilswert auch in diesem Größenbereich leicht nach unten tendiert, deutet darauf hin, dass hier – nun vor allem bei den mittelgroßen Firmen – die Finanzierung weiter diversifiziert wird.

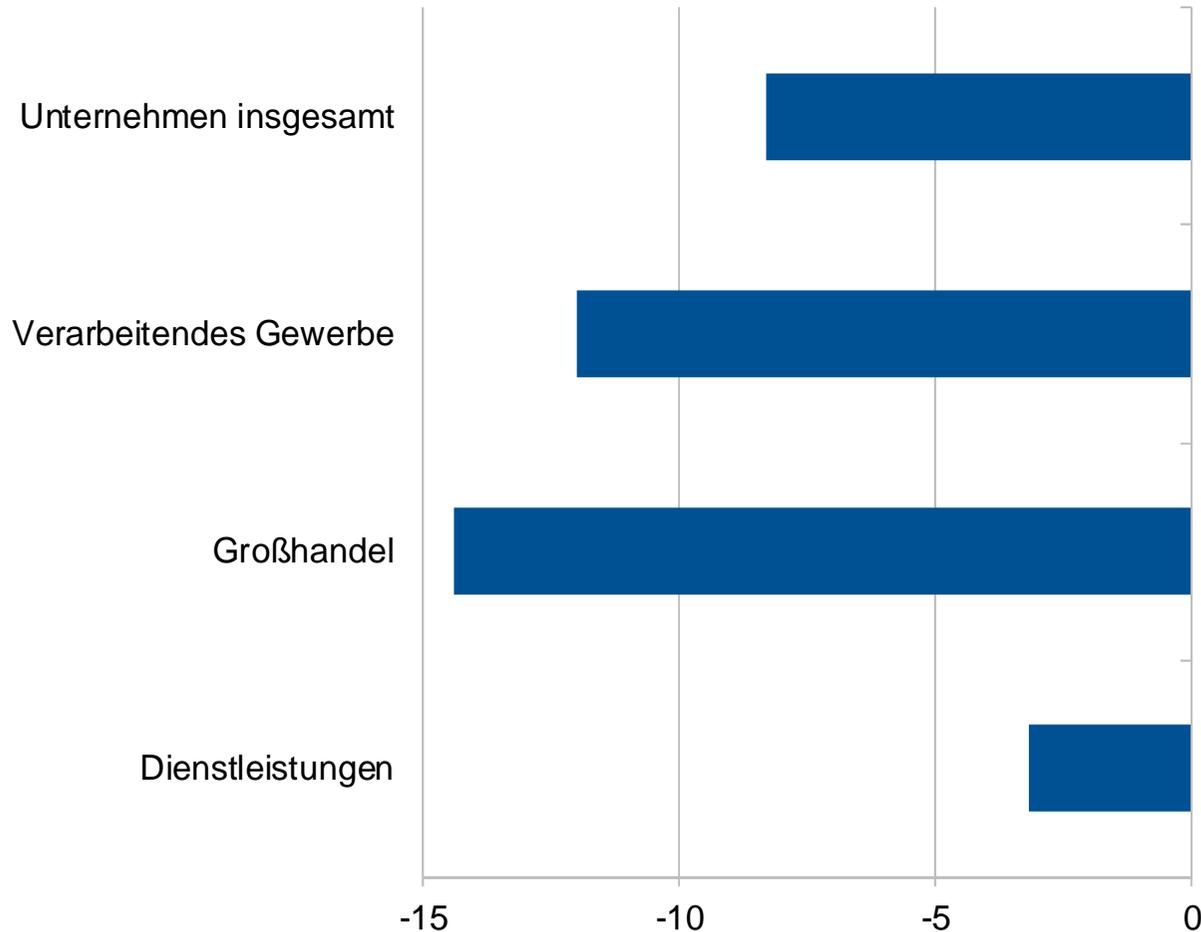
*) Anpassung der statistischen Basis g.= geschätzt

Quelle: Deutsche Bundesbank

Gerade mittelgroße Firmen haben zuletzt ihre Bankverschuldung abgebaut

32

Verbindlichkeiten ggb. Kreditinstituten, Veränderung 2008 - 2012 in % *)



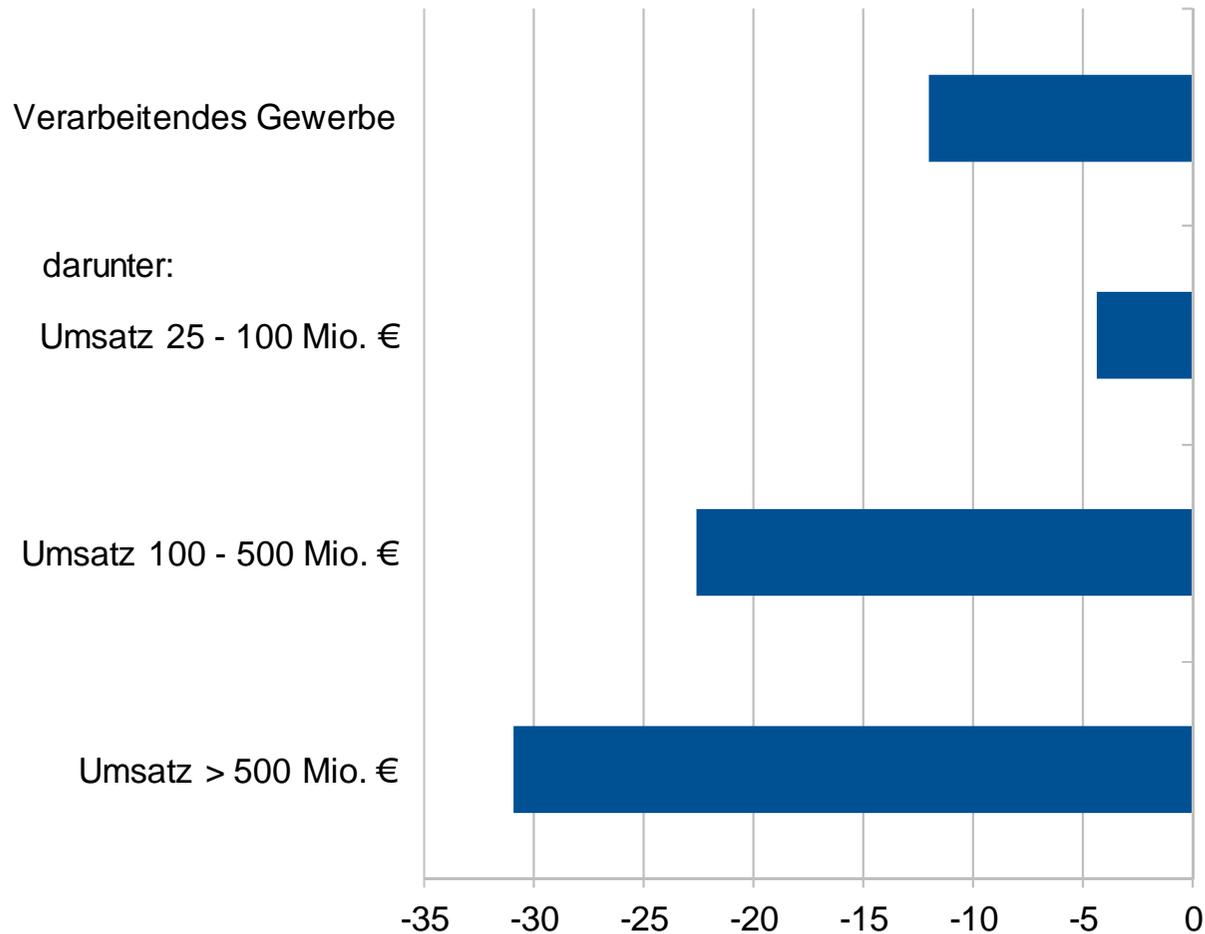
- Ein Blick auf die in unserer Studie untersuchten mittelgroßen Firmen bestätigt gerade für diesen Firmenkreis noch einmal die abnehmende Bedeutung der Bankkredite.
- Insgesamt und in wichtigen Sektoren zeigt die Entwicklung der Medianwerte zwischen 2008 und 2012 sogar einen absoluten Rückgang der Kreditinanspruchnahme.
- Dafür mag zu einem großen Teil das vorsichtige Investitionsverhalten der Unternehmen in der Krise 2009 und im nachfolgenden Aufschwung verantwortlich gewesen sein.
- Allerdings dürfte diese Entwicklung bereits auch die Auswirkungen eines Substitutionsprozesses erkennen lassen, der durch die Entwicklungen im Bankensektor wie auch durch die Verschiebungen in der Investitionsstruktur der Unternehmen ausgelöst wird.

*) Medianwerte

Quelle: Creditreform Rating

Abbau der Bankverschuldung abhängig von der Unternehmensgröße

Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten, Veränderung 2008 - 2012 in % *)

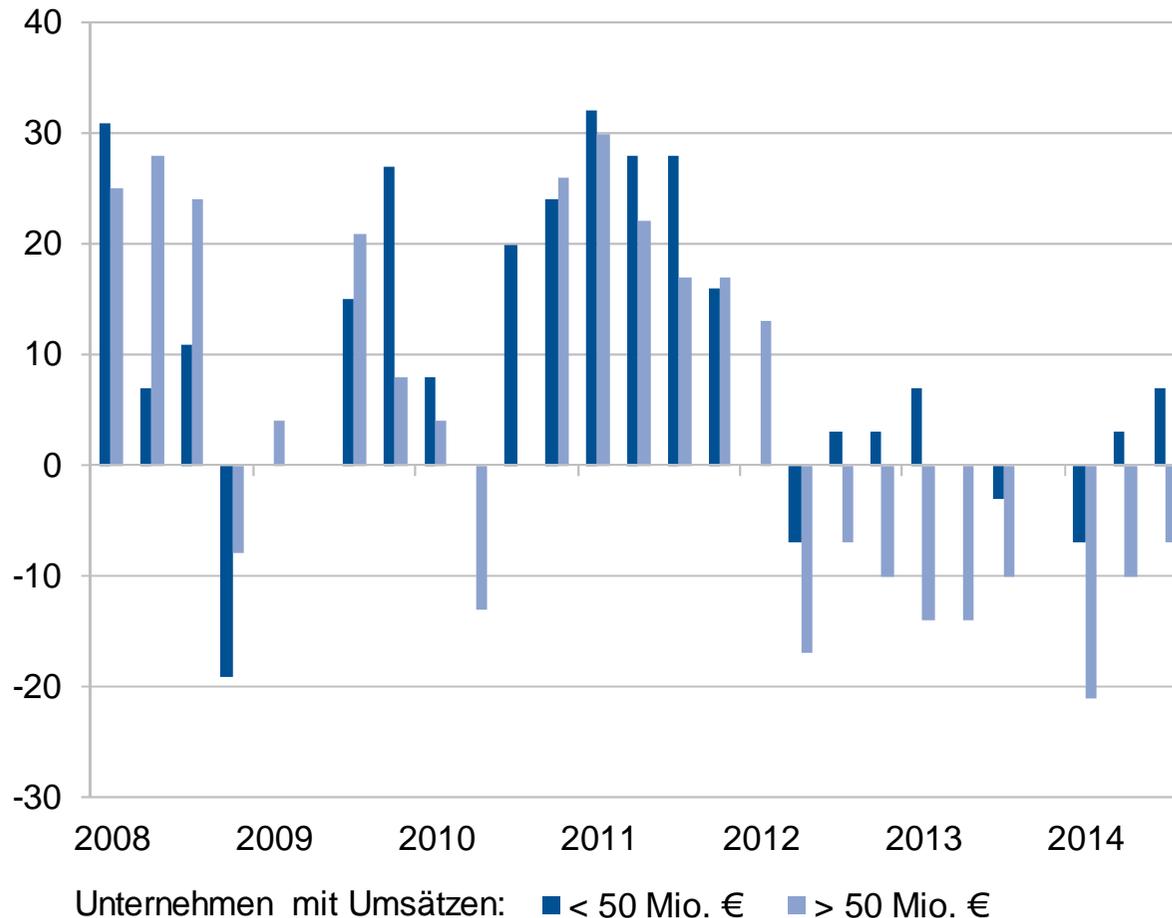


- Anhand der Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe lässt sich erkennen, dass der Abbau der Bankverschuldung im Zeitraum 2008 bis 2012 vor allem auch von der Größe der Unternehmen abhängig ist.
- Die Größeren aus dem Kreis der untersuchten mittelgroßen Firmen haben in diesem Zeitraum per saldo deutlich mehr Kredite abgelöst als die Kleineren.
- Das Ausmaß des Schuldenabbaus deutet darauf hin, dass viele der Unternehmen aus dem oberen Segment des Mittelstands zuletzt nicht nur weniger externe Mittel benötigt haben, sondern offensichtlich auch bestrebt sind, in einem gewissen Rahmen Bankkredite durch andere Finanzierungsinstrumente zu ersetzen.

*) Medianwerte

Kreditnachfrage der größeren Unternehmen bleibt hinter der Nachfrage der kleineren zurück

Banken-Einschätzung der Kreditnachfrage, Saldowerte *)

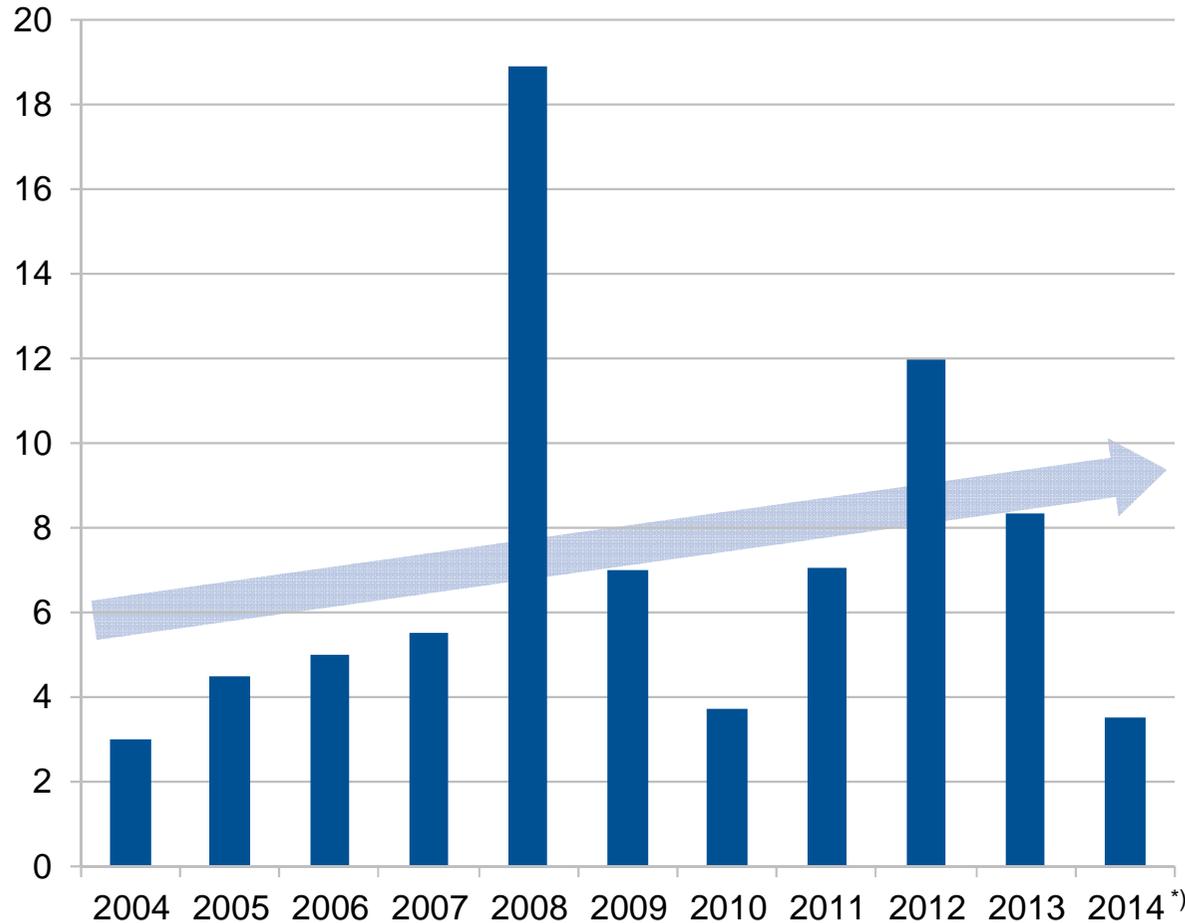


- Dass sich die Kreditinstitute einer zunehmend verhaltenen Kreditnachfrage der größeren Unternehmen gegenübersehen, stellt auch die Deutsche Bundesbank im Rahmen ihrer vierteljährlich durchgeführten Umfrage bei den Banken fest.
- Während in der Vergangenheit annähernd ein Gleichlauf der Nachfrage kleinerer und größerer Unternehmen zu beobachten war, zeigt sich in den letzten Jahren eine stärkere Differenzierung.
- Tendenziell bleiben die Kreditwünsche der größeren Firmen hinter denen der kleineren zurück; zuletzt war die Nachfrage der größeren Unternehmen deutlich nach unten gerichtet.
- Dies bestätigt die Vermutung, dass Großunternehmen die klassische Kreditfinanzierung noch selektiver nutzen und dass sich auch viele der mittelgroßen Firmen für einen Teil ihres Kapitalbedarfs anderen Finanzierungsalternativen zuwenden.

*) Gemäß Bank Lending Survey, Saldo aus der Summe der Angaben „gestiegen“ und der Summe der Antworten „gesunken“, in % der gegebenen Antworten

Schuldscheindarlehen – Deutlich gestiegenes Emissionsvolumen

Emission von Schuldscheindarlehen; in Mrd. €



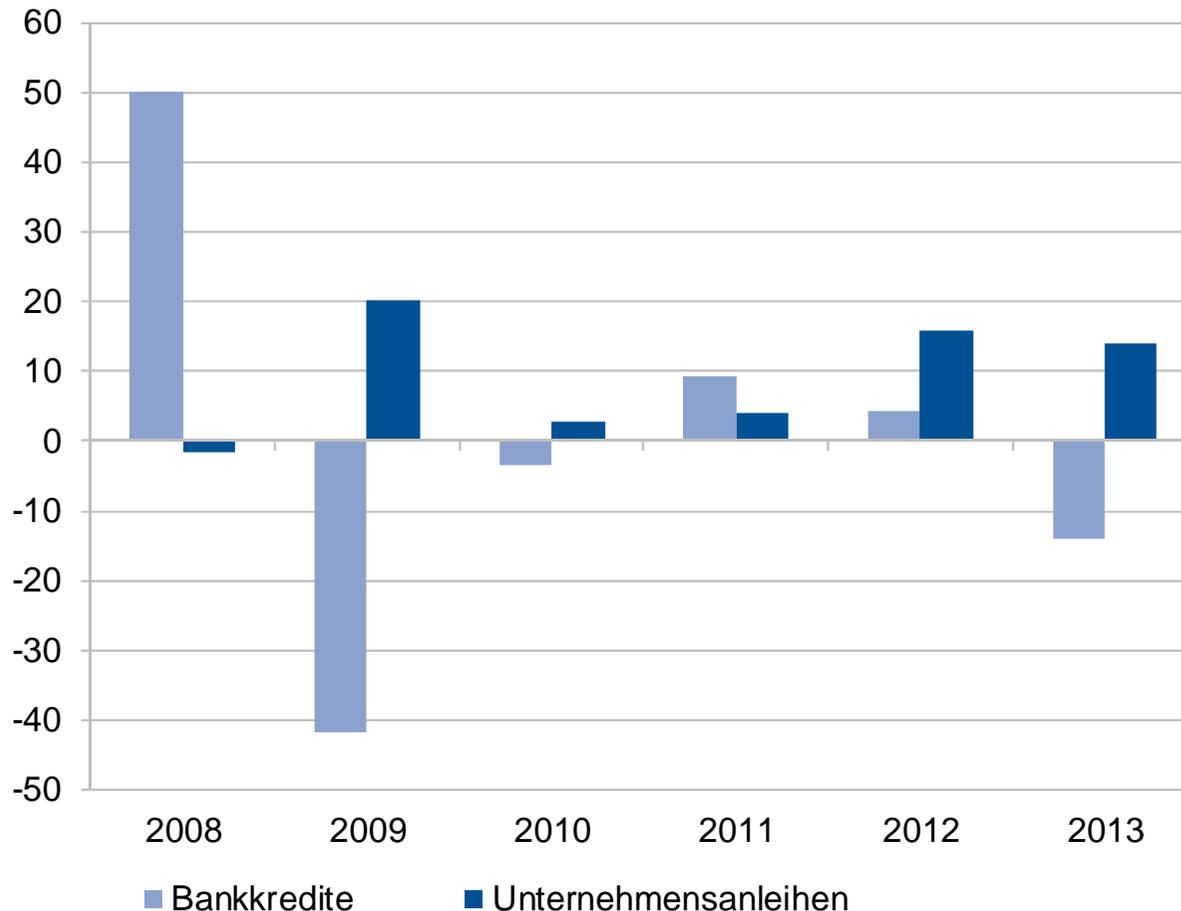
- Eine zunehmend genutzte Alternative zum klassischen Bankkredit ist das Schuldscheindarlehen, das als Einstiegsmodell einer Kapitalmarktfinanzierung angesehen werden kann.
- Dieses langfristige Finanzierungsinstrument basiert zwar auf einem Bankkredit. Entscheidend ist aber eine Aufteilung des Kreditvolumens in Tranchen, die von der arrangierenden Bank an eine (begrenzte) Anzahl in- und ausländischer Investoren weiterplatziert werden.
- Mindestvolumina in Größenordnungen von etwa 30 Mio. € (von Privatplatzierungen einmal abgesehen) schränken den Kreis potenzieller Emittenten auf Firmen aus dem gehobenen Mittelstand und die Großunternehmen ein.
- In diesem Firmenkreis hat das Schuldscheindarlehen allerdings erkennbar an Bedeutung gewonnen, denn nach dem Ausnahmejahr 2008 (als die ausbrechende Finanzkrise den Zugang zu den Bondmärkten versperrte) liegen die jährlichen Emissionsvolumina nun deutlich über dem Vorkrisenniveau. Das Gesamtvolumen ausstehender Schuldscheindarlehen wird aktuell auf ca. 60 bis 70 Mrd. € veranschlagt.

*) 1. Halbjahr

Mehr Mittel fließen über Anleihen in den Unternehmenssektor

36

Veränderung des Unternehmenskreditbestandes¹⁾ und des Umlaufs von Unternehmensanleihen²⁾; in Mrd. €



- Unternehmensanleihen spielten in Deutschland in der Vergangenheit als Finanzierungsinstrument allenfalls für Großkonzerne eine nennenswerte Rolle. Inzwischen hat aber – nicht zuletzt unter dem Eindruck der Finanzkrise – ihre Bedeutung erheblich zugenommen.
- Die Zahl der Emittenten hat sich stark erhöht; neben den Großunternehmen haben sich in den letzten Jahren auch viele Firmen „aus der zweiten Reihe“ sowie aus dem oberen Mittelstand für eine Anleihen-Emission entschieden.
- Maßgebend für diesen Schritt war nicht nur die latente Unsicherheit, ob in Zukunft jederzeit eine ausreichende Kreditversorgung gewährleistet sein wird. Viele Emittenten nennen auch eine langfristige Erhöhung der finanziellen Flexibilität als wichtigen Grund.
- Zudem stellten die starke Investoren-Nachfrage, die sich im Niedrigzinsumfeld entwickelte, und damit tendenziell sinkende Konditionen einen Anreiz dar.
- Im Ergebnis sind dem Unternehmenssektor in den letzten Jahren netto in Summe mehr neue Finanzierungsmittel über die Anleihenfinanzierung zugeflossen als über Bankkredite.

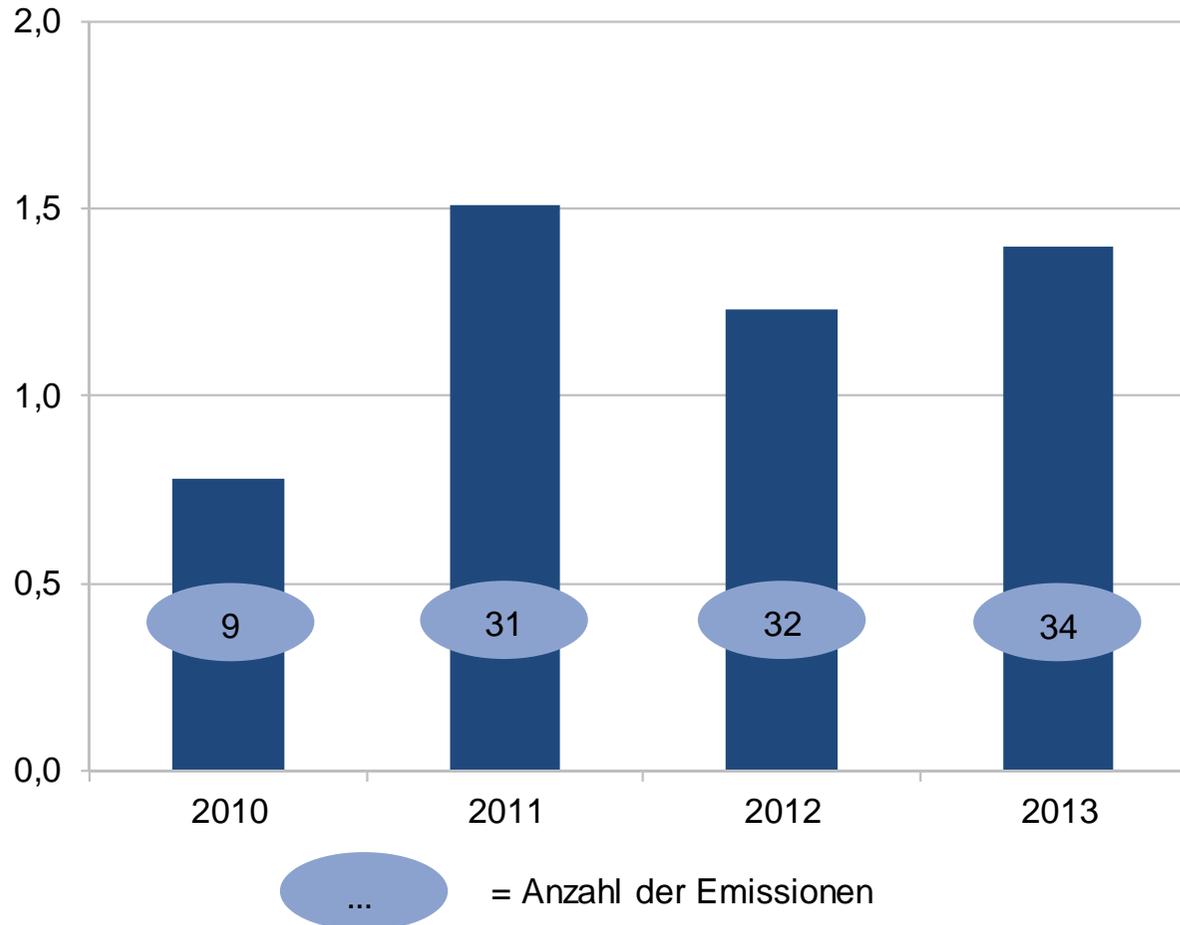
1) Kredite an Unternehmen und Selbstständige, ohne Wohnungsbau und Finanzierungsinstitutionen

2) Inländische Schuldverschreibungen nicht-finanzieller Kapitalgesellschaften

Rege Emissionstätigkeit an den jungen Märkten für Mittelstandsanleihen

37

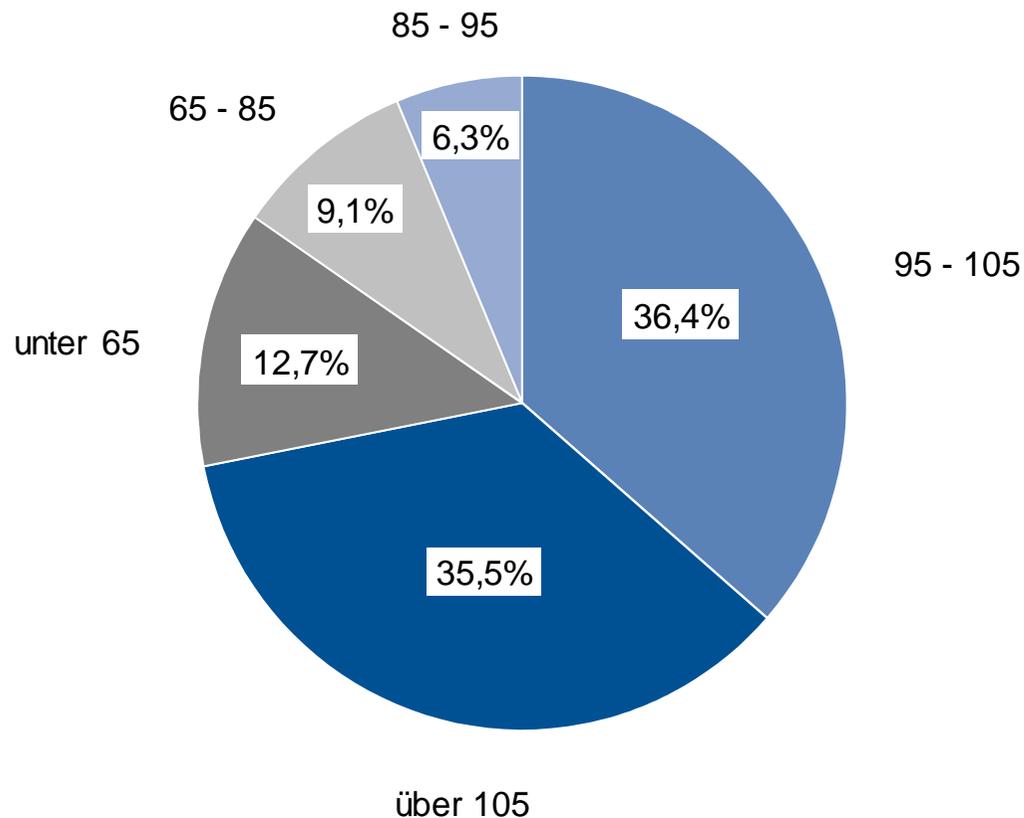
Nominales Emissionsvolumen in Mrd. € und Anzahl der Emissionen



- Die Suche nach Renditen aufseiten der Anleger und Investoren hat auch die speziellen Börsensegmente beflügelt, die seit 2010 in Deutschland Mittelstandsunternehmen den Weg an den Kapitalmarkt erleichtern bzw. ermöglichen (z. B. Entry Standard, bondm, der mittelstandsmarkt).
- Durch die Einrichtung solcher Segmente haben Firmen die Möglichkeit, Anleihen sogar schon ab einem Emissionsvolumen von 10 Mio. € zu begeben.
- Von dieser neuen Option haben in den letzten vier Jahren bereits etwa 100 Unternehmen Gebrauch gemacht. Bei rund zwei Dritteln der Emissionen lag dabei das nominale Emissionsvolumen zwischen 25 Mio. € und 75 Mio. €. Insgesamt konnte ein Mittelaufkommen von ca. 5 Mrd. € realisiert werden.
- Im laufenden Jahr war die Emissionstätigkeit bis dato eher verhalten. Erst allmählich konkretisiert sich im Zuge der sich aufhellenden Konjunktur bei vielen Firmen der künftige Finanzierungsbedarf. Zudem verunsichern einige Ausfälle bisheriger Emittenten. Es zeigt sich, dass die Qualitätsanforderungen an den neuen Börsensegmenten adjustiert werden müssen.

Kursentwicklung bei den meisten Mittelstandsanleihen positiv

Mittelstandsanleihen nach der Höhe der aktuellen Kurse; Anteile in % *)

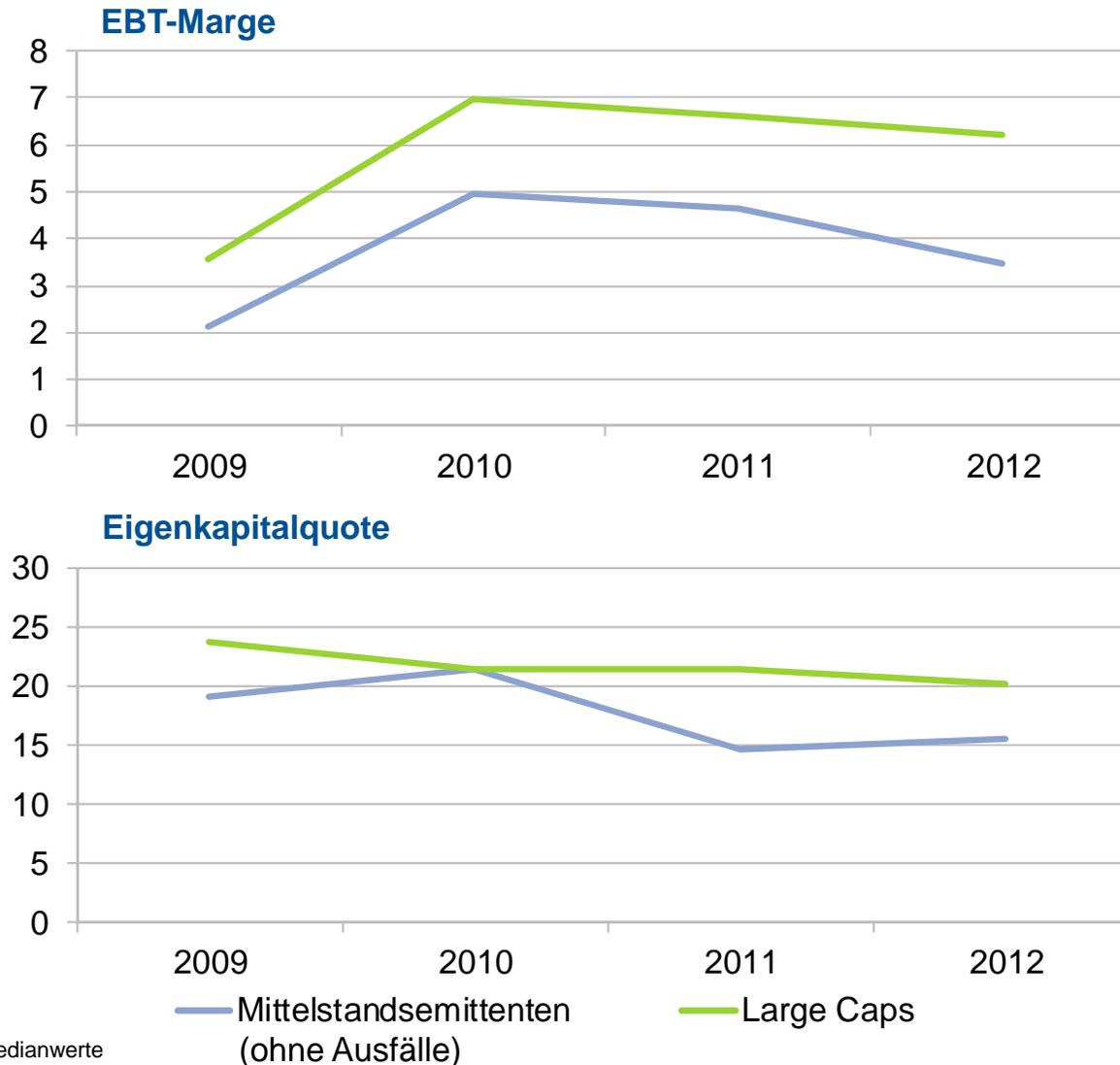


- Die Ausfälle von Mittelstandsanleihen, auch wenn sie zahlreicher sind als erwartet, sollten nicht generell Solidität und Zukunftsfähigkeit der neuen Börsensegmente infrage stellen.
- Die Kursentwicklung bei den an den verschiedenen deutschen Börsen notierten Papieren lässt erkennen, dass das Gros der Emissionen im Markt eine durchaus positive Bewertung findet.
- So lag bei zwei Dritteln der Anleihen der aktuelle Kurs Ende Juni 2014 auf Höhe des Emissionskurses oder – häufig deutlich – darüber. Fast drei Viertel der Anleihen notierten über 95 %.
- Bei den Emissionen mit aktuellen Kursen unter 65 % handelt es sich um Unternehmen, für die ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde bzw. die sich in einem Restrukturierungsprozess befinden.

*) Stand Ende Juni 2014

Mittelständische Emittenten besser als ihr Ruf

EBT-Marge *) und Eigenkapitalquote *) in %

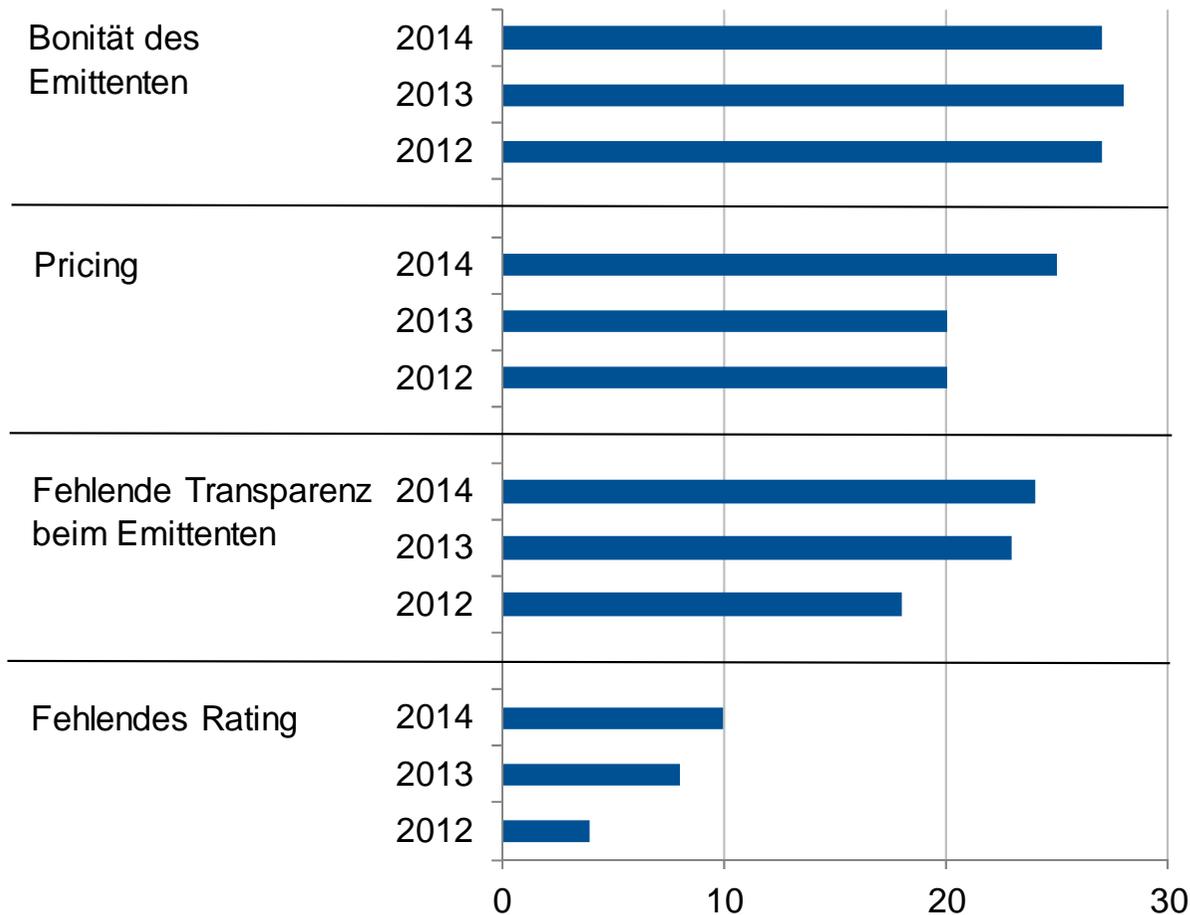


*) Medianwerte

Quelle: Creditreform Rating

- Letztlich lassen sich die Ausfälle auf zwei wesentliche Ursachen zurückführen.
- Betroffen waren zum einen Emittenten aus der Branche der regenerativen Energien, die insgesamt in eine Schieflage geraten ist. Zum anderen haben im Zuge der allgemeinen Aufbruchstimmung bei Etablierung der Mittelstandsmärkte einige Unternehmen, u. a. durch unzureichende Transparenz, Zugang zum Kapitalmarkt gefunden, denen im Nachhinein die Voraussetzungen für eine solche Finanzierung abzusprechen sind.
- Das Gros der mittelständischen Emittenten entwickelt sich dagegen positiv. Das Kennziffernbild dieser Firmen weicht zwar vom Niveau her etwas von dem der Emittenten aus dem Bereich der Großunternehmen ab. Aber der Verlauf ist ähnlich stabil.
- So ist nach den Erhebungen von Creditreform Rating die EBT-Marge der Mittelstandsemittenten zuletzt trotz Konjunkturschwäche nicht wesentlich gesunken; die Eigenkapitalquote hat sich leicht verbessert.

Gründe für Scheitern von Investitionszusagen; Anteile in %



- Regelmäßig durchgeführte IKB-Umfragen bei Kapitalmarkt-Investoren zeigen, dass deren Anforderungen an potenzielle mittelständische Emittenten steigen.
- Dies geht u. a. aus den Antworten auf die Frage nach den wichtigsten Gründen für das Scheitern einer Investitionszusage hervor.
- Vor allem die mangelnde Bonität des Emittenten ist entscheidend dafür, dass sich ein Investor im Einzelfall gegen eine bestimmte Anlage entscheidet.
- Damit im Zusammenhang ist das Pricing zu sehen. Je weniger angemessen die Rendite die Risiken des Investments abbildet, desto weniger sind Investoren bereit, Mittel für das betreffende Unternehmen bereitzustellen.
- Nicht zuletzt unter dem Eindruck der bisherigen (teilweise negativen) Erfahrungen mit Mittelstandsbonds legen die Investoren zunehmend Wert auf eine ausreichende Transparenz aufseiten der Emittenten.
- Die Zahl der Investoren, die ein externes Rating zur Grundvoraussetzung eines Investments machen, nimmt kontinuierlich zu.

5. Erläuterung der Datengrundlage und Kennziffern (1)

- Die Auswertung von Creditreform Rating erstreckt sich entsprechend der Intention dieser Analyse auf mittelgroße Unternehmen. Einbezogen wurden insgesamt rund 6.400 Unternehmen mit Jahresumsätzen zwischen 25 Mio. € und 5 Mrd. €.
- Die Auswertung konzentriert sich auf vier Wirtschaftszweige (in Klammern: Anzahl der erfassten Unternehmen):
 - Verarbeitendes Gewerbe (2.783)
 - Dienstleistungsgewerbe (1.674)
 - Großhandel (1.540)
 - Einzelhandel (404).
- Für das Verarbeitende Gewerbe wurde zusätzlich eine Untergliederung nach Größenklassen vorgenommen:
 - Jahresumsatz 25 bis 100 Mio. € (1.741)
 - Jahresumsatz 100 bis 500 Mio. € (864)
 - Jahresumsatz 500 bis 5.000 Mio. € (178).
- Eckpunkte der Untersuchung sind die Jahre 2008 und 2012. Ein Kennziffernvergleich über diesen (mit der Krise 2009 und dem nachfolgenden kräftigen Aufschwung) sehr herausfordernden Zeitraum hinweg eignet sich u. E. besonders gut, um die aktuelle Verfassung der mittelgroßen Firmen darzustellen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Ausgangsjahr 2008 durch starkes Wirtschaftswachstum, das Jahr 2012 dagegen durch eine konjunkturelle Abschwächung geprägt war.
- Die Entwicklung der einzelnen Kennziffern wird in unserer Analyse durch Mediane abgebildet – d. h. jeweils die Hälfte der einbezogenen Firmen liegt mit ihrem eigenen Wert über dem angegebenen „mittleren“ Wert, die andere Hälfte darunter.

5. Erläuterung der Datengrundlage und Kennziffern (2)

$$\text{Eigenkapitalquote (\%)} = \frac{\text{bereinigtes Eigenkapital}}{\text{bereinigte Bilanzsumme}} \times 100$$

$$\text{EBT-Marge (\%)} = \frac{\text{Betriebsergebnis - Zinsen u.ä. Aufwendungen}}{\text{Umsatzerlöse}} \times 100$$

$$\text{Net Debt / EBITDA} = \frac{(\text{Fremdkapital - Verb. aus L. u. L. - erhaltene Anzahlungen - liquide Mittel})}{(\text{Betriebsergebnis + Abschreibungen})}$$

Dr. Günter Kann, IKB
Guenter.Kann@ikb.de

Dr. Kurt Demmer, IKB

Dr. Carolin Vogt, IKB

IKB Deutsche Industriebank AG
Wilhelm-Bötzkes-Straße 1
40474 Düsseldorf
Tel.: 0211 8221-4499

Dr. Benjamin Mohr, Creditreform Rating
B.Mohr@creditreform-rating.de

Dr. Michael Munsch, Creditreform Rating

Creditreform Rating AG
Hellersbergstraße 11
41460 Neuss
Tel.: 02131 109-5172

Düsseldorf und Neuss, im August 2014

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die von den Erstellern für zuverlässig erachtet werden. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in dieser Publikation enthaltenen Informationen übernehmen die IKB Deutsche Industriebank AG und die Creditreform Rating AG jedoch keine Gewähr. Die von den Autoren geäußerten Meinungen sind nicht notwendigerweise identisch mit Meinungen der IKB Deutsche Industriebank AG und der Creditreform Rating AG. Die Beiträge sind weder als Angebot noch als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers oder eines sonstigen Anlagetitels zu verstehen.